Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1987

CN ISSN 0067-3587
893-49-90-223

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Printed in Canada

90-00917/

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

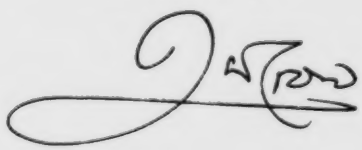
February 29, 1988

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act, I am submitting my report for the year 1987 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,



Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1987

General Observations 5

Economic and Financial Developments
- Demand, Output and Inflation 11
- Financial Developments 17
- International Developments 25

Bank of Canada Operations
- Bank of Canada Advances and Securities Market Operations 31
- Management of Government Debt and Cash Balances 33
- Foreign Exchange Operations 35
- Currency, Debt Service and Banking Operations 37

Appendix Tables 39

Financial Statements 51

Board of Directors 56

Principal Officers 57

Regional Representatives and Agencies 58

General Observations

The Canadian economy performed rather well in most respects during 1987. Output expanded rapidly, unemployment fell, and as the year progressed the Atlantic and western regions of the country shared more fully in the economic improvement that had earlier been concentrated in central Canada. It has been very satisfying to observe such good performance in the fifth year of an economic expansion. The deeper issue is how it can be sustained. In this regard, I will note that our performance with respect to costs and prices was less satisfactory. No further progress was made in lowering inflation, and in fact there were some signs of pressures on costs intensifying during the year.

Although in 1987 output and employment grew faster in Canada than in our major trading partners, our economy still benefited from the continued expansion of the world economy. Indeed, the opportunities offered by growing access to markets of global size and diversity have made a major contribution to rising living standards worldwide during the past forty years. Since the past year has been particularly eventful with regard to the international economy, and since Canada's performance is particularly strongly influenced by world events, I will turn first to a review of the main developments and issues on the international scene.

The international environment

Over the last five years the economies of the major industrial countries have grown steadily, with marked reductions in inflation. Only recently has there been any evidence of the excessive demand pressures and higher inflation that traditionally signal the end of an economic upturn. This economic progress stands in sharp contrast to the rather gloomy predictions about the future that were commonplace just a few years ago.

Although the traditional causes of economic downturn are not very apparent at present, large and persistent fiscal and trade imbalances among the major industrial countries do place continued expansion at risk. These imbalances are part of our inheritance from the worldwide inflation of the 1970s and the differing mixes of monetary and fiscal policies used in different countries to combat inflation. The shift in the early 1980s in the United States towards a strongly expansionary fiscal policy added to the burden of restraint being placed on monetary policy. This contributed to a period of unusually high U.S. interest rates with an appreciating U.S. dollar and to an associated buildup of both budgetary and trade deficits in the United States.

The persistence of these fiscal and trade imbalances eventually undermined the strength of the U.S. currency and has led to sustained weakness in the U.S. dollar over the past three years. Much of the increased volatility in the foreign exchange and other financial markets over the last few years is also attributable to these imbalances. These are the developments that have raised concerns about the sustainability of the current economic expansion.

At the same time, the welcome reality is that the world economy did record another advance in 1987. Given the major adjustments to balance of payments and fiscal positions that are taking place, and have to take place, it is an achievement that this rebalancing has been accompanied by generally well-sustained levels of economic activity. This relatively successful outcome so far has been in part the consequence

of some encouraging changes in the policy climate.

Measures aimed at the root causes of the international imbalances were agreed to in the February 1987 Louvre Accord and subsequently followed up at other meetings of the G-7 countries, of which Canada is a member. At the February meeting, ministers of finance and central bank governors emphasized the need to reduce the major imbalances within a medium-term framework of consistent policy adjustments, while at the same time recognizing the need for shorter-term measures to foster more orderly exchange markets.

Of particular help has been the growing consensus in the United States that domestic adjustment is a crucial element in reducing the heavy reliance that has been placed on foreign savings to satisfy domestic demands. In this environment, some reduction was achieved in the U.S. fiscal deficit, and this helped to contain the risks of rising inflation. Conversely, in Japan – and to a lesser degree, Germany – the objective of policy in 1987 was to stimulate domestic demand, and output continued to expand even as overseas orders dropped off in response to exchange rate movements.

But to note with satisfaction that better policies contributed to further economic growth in 1987 is not to say that the problems shared by the industrial nations have been resolved. Certainly, the trade position of the United States showed clear improvement in volume terms, and recently there has been a narrowing in dollar terms. However, the deficit is still very high, and financing the U.S. balance of payments still remains a world problem. Overseas, the trade surpluses in Germany and Japan also remained large, though Japan's did diminish somewhat over the course of the year.

I have noted that this apparent lack of progress was a major source of the concern and uncertainty in financial markets during 1987. Yields on longer-term securities in the United States experienced upward pressure for much of the year, reflecting concern about the extent to which financing would be forthcoming from abroad and the fear that the U.S. dollar would fall further; this in turn would add to inflationary pressures in an economy that already seemed to be operating close to full stretch.

The October decline in stock market values on most of the world's exchanges was a further concrete demonstration of the extent of these market fears and uncertainties. While other factors were also relevant, the concern that exchange rate and inflationary pressures in the United States would lead to still higher interest rates and worsening economic performance worldwide was an important trigger of the stock market plunge.

The abruptness and the extent of the break in stock market values posed a particular challenge for monetary authorities worldwide. In the immediate aftermath of the crash, it was essential to supply substantial additional liquidity to the financial system. The aim was to ensure that the stock market problem did not become a general financial and economic one, and the operation was a success.

A substantial decline in the U.S. dollar did take place late in 1987. However, that decline occurred in the subdued market conditions that followed the stock market decline and did not generate the kind of inflation concerns that had been upsetting international financial markets previously. As this Report is being written, early in 1988, the international environment is still best characterized as unsettled, but interest rates have come down from their 1987 peaks, and markets seem to reflect a somewhat more positive view of the likely progress towards better balance in the world economy.

Concerns about financial volatility and the economic prospects of the industrial world have also kept another problem in sharp relief – the longstanding difficulties associated with the debt burden of many Third World countries. These countries, their creditor banks, and international agencies have been coping with the problems of debt for over five years. These efforts continued through 1987, with both progress and setbacks.

With continuing world economic expansion, the prices paid for the commodity exports of a number of debtor countries rose, especially in U.S. dollar terms. As well, some innovative additions were made to the menu of debt instru-

ments available to these countries and to their creditors. Consequently, some countries should now have more flexibility in managing their debt service. And, of course, the passage of time has allowed banks to accumulate more capital and reserves as a cushion.

Still, difficulties have been only too apparent. The slowing pace of new money commitments by banks to debtor countries, the unilateral announcement in early 1987 of a debt service moratorium by the Brazilian government, and the delays evident in many countries in adopting realistic demand management policies and in making needed structural reforms all underline the continuing risks in this area.

In recognition of the straits of the very poorest countries, Canada is participating in the special effort to supply them with considerably expanded concessional resources through the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank. Canada has also announced its intention to convert some outstanding loans to the poorest countries into aid grants.

The situation of many middle-income developing countries, although of course less severe than for the poorest, also remains difficult, as can be seen in the section of this Report that deals in detail with international developments. Managing their debt problems in a way that will allow continued growth and the servicing of debt will require a renewed sense of co-operation and commitment on the part of all involved. While the diversity of circumstances facing these countries calls for a case-by-case approach to dealing with their problems, a crucial requirement in all cases is the maintenance of an open and expanding trading environment in which countries with debts can earn through exports the foreign exchange needed to service those debts.

It is above all in this last respect that one can find grounds for cautious optimism. Whether because exchange rate changes are at last beginning to affect trade patterns, or because governments now see more clearly the dangers of repeating the policy errors of the 1930s, protectionist sentiments do seem to have become generally less virulent over the past year. We should especially welcome this in Canada. Allowing protectionism to get the upper hand would strike at the prosperity and prospects of developed and developing countries alike, and as I indicated earlier, Canada is more heavily dependent than most on trade for prosperity.

Developments in Canada

Notwithstanding the uncertain international environment, the Canadian economy expanded very strongly through 1987. Domestic demand was the primary engine. Canadian consumers were strong spenders, cutting back further on the rate at which they accumulate savings. The resurgence of business investment provided the economic expansion with further upward momentum. An especially heartening aspect of the expansion this past year has been the more even distribution of economic activity across Canada. Increases since last spring in the prices of a number of important commodities – from levels that were too low relative to underlying costs – have contributed to marked recoveries in employment, investment and consumer confidence in the Atlantic and western regions of the country.

The monetary policy issue that faced the Bank of Canada in 1987 was how best in these circumstances of strongly rising spending demands to contribute to sustaining and extending good economic performance.

In explaining our monetary policy actions during the past year, let me begin with two observations. The first is that economic prosperity cannot be established through policies that encourage the perpetuation of inflation or, still worse, that do not guard against an increase in inflation. The second observation, to underline what I said earlier, is that our inflation performance did not improve in 1987. Indeed, there was evidence, reviewed in the section of the Report that deals with demand, output and inflation, that pressures on costs and, therefore, prices were in fact beginning to build up again.

During 1987 major sectors of the Canadian economy came to operate at full stretch, and in some cases at more than full stretch, raising the danger that the balance of the forces operating in those markets would become more, rather than less, inflationary.

It is of course always tempting to postpone monetary restraint, either on the grounds that there is only localized evidence of rising inflation or that forecast events will reduce or even reverse those inflationary pressures. In this regard, the experience of the early 1970s is illuminating. Price pressures initially affected only a limited number of sectors, but within two years generalized inflation had almost tripled. And all of this occurred before the sharp rise in world oil prices. We can see now that monetary policy, in Canada and elsewhere, should have responded more vigorously than it did. The ultimate effect was much higher inflation, leading to much higher interest rates, and a decade of economic trouble – the very opposite of the objectives sought in the first place.

It is fair to argue that not all this trouble can be laid at the door of inflation. What is not open to argument is that the uncertainties, strains and distortions provoked by the slide into inflation added enormously to the other economic problems that beset us, and made it all the more difficult to overcome them. Central banks have been congratulated, admittedly with some irony, for having learned something from the aftermath of the stock market crash of 1929. All the more reason, then, why they should have learned from the experience of a period as recent as the early 1970s.

If monetary policy is to make a genuine contribution to preventing inflation, it must respond in a timely manner to pressures that give rise to inflation. To wait for inflation to spiral is to wait too long, and the costs of dealing with inflation at that later date will be much greater. That is the main reason why the Bank began to tighten monetary conditions in the spring of 1987. We had been observing continuing and rapid increases in capacity use and total spending. The growth of the broader monetary aggregates M2 and M2+ had also quickened sharply, as had the growth of personal credit. Long-term interest rates were rising in both the United States and Canada, consistent with growing market fears of a resurgence of inflation. For policy to have ignored so many signals, all pointing to the same conclusion, would have been wholly imprudent.

Indeed, these signals might have justified a more vigorous reaction had it not been for regional differences in economic conditions across the country and, later in the year, the potential for a downward shift in the economy as a result of the stock market decline in October. Both these factors were given very careful attention in decisions on monetary policy.

With respect to regional considerations, I would emphasize that the Bank keeps itself very well informed through many channels about developments in regions and industrial sectors. However, the fact that we are knowledgeable about regional differences does not imply an equal capacity to do something about them. The fundamental point is that monetary policy is by its nature national in scope, and we take monetary policy actions because they are judged to be right given the economic circumstances of the country as a whole – not just one part of it. Because we have a unified, well-functioning financial market in Canada, interest rates will necessarily be practically the same across the country. And from the viewpoint of the efficient functioning of our national economy, we should welcome this fact, even if it also means that we cannot conduct a monetary policy that differs region by region, any more than we can have exchange rates that differ by industry or by region.

In October, the plunge in stock markets became for a time the Bank of Canada's overriding preoccupation. The Bank acted promptly to ensure that the general underlying confidence in our financial markets was not undermined by the turbulence in stock markets. We responded, literally overnight, by adding substantial liquidity to the financial system. Through the period we stayed in constant touch with developments in other countries and maintained close contact on credit developments with stock exchanges, regulators, banks and investment dealers across Canada. When liquidity demands eased and confidence improved, the Bank shifted back to a more normal approach to the provision of liquidity.

While the financial market effects were the main source of the Bank's immediate concern, the likely broad economic effects from the

stock market slide have also, of course, had to be assessed. Although share prices after the October decline were generally no lower than they had been a year earlier, owners of shares have clearly been subject to a very substantial shock, and issuing shares must now seem much less attractive to corporations. These effects would, other things remaining equal, produce some slowing in the advance of demand in Canada. International repercussions needed watching as well. With these considerations in mind, information bearing on the strength of the economy has received even more than the usual careful attention. However, it is noteworthy that spending in Canada was very well maintained in the period just after the stock market decline, and indeed has continued to exhibit considerable momentum.

As my final observation on economic and financial developments in Canada, let me make some comments on the exchange rate. It is understandable that a lot of attention has been directed at the rise of the Canadian dollar against the U.S. dollar in recent months after so many years of decline; given the openness of our economy, the exchange rate is a key price for businesses and consumers. In this regard, it is important to bear in mind that the rise has reflected in large measure a general perception that Canada's economic performance has improved, in particular the prospects for a number of its major exports. Furthermore, in gauging the extent of the exchange rate increase it merits emphasis that, when viewed against the currencies of all our major trading partners combined, the rise of the Canadian dollar over the past year has been appreciably less than on a bilateral basis against the U.S. dollar. As illustrated in the chart on exchange rate developments in the next section, the rise of the Canadian dollar against the U.S. dollar has been importantly offset by the steep decline against the currencies of our main trading partners overseas.

* * *

At the beginning of these observations I stressed the importance of the international economic environment for Canada's prosperity. Without in any way detracting from that, let me add here by way of conclusion that the reality of this international link should not encourage us to downplay the contribution that can be made through good domestic policies. The world is full of examples of the real difference in economic performance made by domestic policy efforts, whatever the direction taken by the international influence.

It is in this context that I welcome the efforts made in recent years to reduce the federal government deficit, and the commitment, reiterated in the last budget, to work towards further reductions over time. This objective must be pursued steadily if an unchecked buildup in government debt and debt service requirements is to be avoided.

As regards monetary policy there should be little doubt that the fundamental good performance of the Canadian economy is best served by an approach that is anti-inflationary, that enhances confidence in the money we use. We cannot expect the rest of the world to generate that confidence for us.

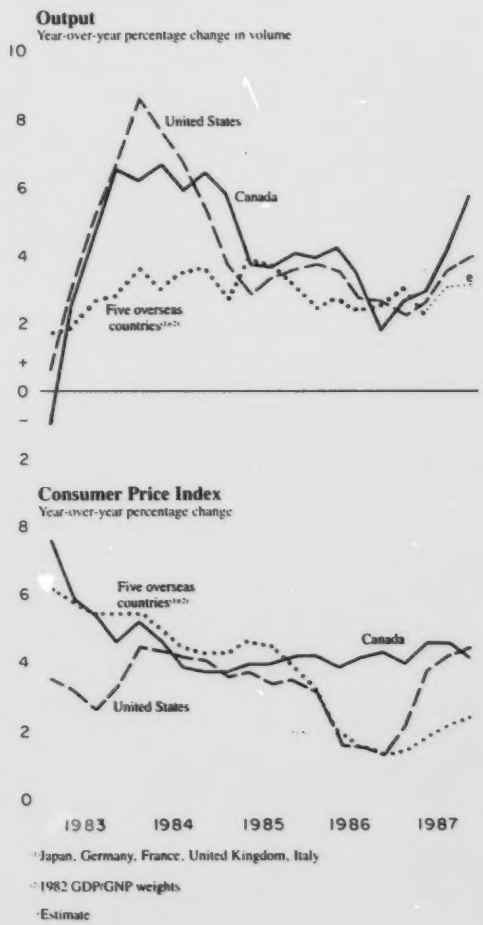
Economic and Financial Developments

Demand, Output and Inflation

The expansion of the Canadian economy accelerated markedly during 1987. Buoyed by strength in domestic demand and a favourable competitive position in international markets, total dollar spending in the economy rose by over 10 per cent between the fourth quarter of 1986 and the fourth quarter of 1987. The increase in the volume of activity over this period, 5¾ per cent, was the highest among major industrial countries and was spread more evenly among the regions than in 1986, in large part because of the rebound in a number of key commodity prices. The strong pace of expansion continued through the autumn, and by year-end many industries were operating at rates of capacity use well above their historical averages. Similarly, labour markets tightened.

Canada's inflation performance did not improve. For consumer prices, inflation increased during the first half of 1987 before easing back by year-end to about the same rate as at the beginning of the year. During 1987, increases in energy prices and indirect taxes, as well as higher housing costs, tended to offset the impact of a more favourable food price performance and the restraining influence on import prices of a rise in the value of the Canadian dollar. Strong productivity gains moderated increases in unit labour costs but, as the year progressed, evidence began to emerge of upward pressure on both wage costs and producer prices.

International Comparisons



[1] Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy

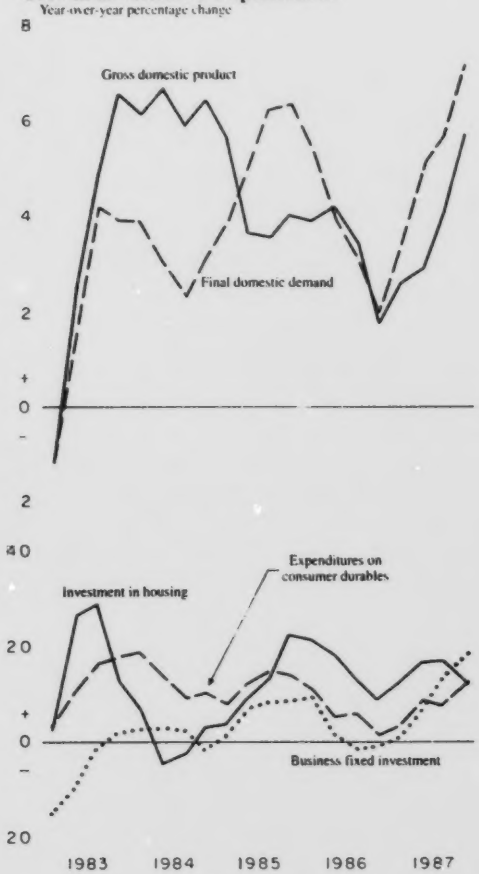
[2] 1982 GDP/GNP weights

e Estimate

Aggregate demand and output

The strength in domestic demand during 1987 touched most major categories of household and business expenditures. All measures of consumer and business confidence were

Growth in Volume of Expenditures



exceptionally high through most of the year. Although surveys suggest some fall-back in confidence when stock market values declined sharply in October, this does not seem to have resulted in weaker demand. Indeed, the evidence suggests that overall economic activity remained robust going into 1988.

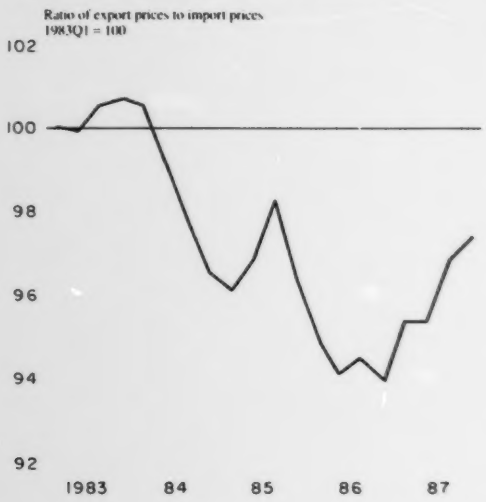
Spurred by marked gains in employment and income, and reinforced by further reductions in personal savings rates, consumer outlays on goods and services rose sharply during 1987. The vigour of household demand was even more apparent in the rapid pace of residential investment. Housing starts reached an 11-year high in 1987 with effects on the level of residential investment likely to carry on well into 1988. In southern Ontario, particularly in the Toronto area, sales of existing and new housing reached boom proportions.

The volume of business spending on plant and equipment gained considerable momentum through 1987, rising by nearly a fifth. The strength of household demand was an important factor, but business capital spending was also encouraged by improved profitability, healthier balance sheets and generally favourable financial conditions. High rates of capacity use and good prospects for export sales encouraged expansions in capacity in some sectors, but much of the spending in 1987 was devoted to modernization and improved productivity. Towards the end of the year, the stock market decline and fluctuations in world oil prices added an element of uncertainty regarding future outlays. Nevertheless, recent information indicates that investment should continue to be strong in 1988.

The strength in business investment was broadly based by sector and by region and was an important factor in the improved economic performance of the Atlantic provinces and western Canada. In 1986, in response to the general weakness of commodity prices, the pace of economic activity in those provinces that rely most heavily on resource-based industries had dropped sharply. But during 1987 prices received by

Bank of Canada
Sensitive Commodity Price Index

Canadian International Terms of Trade

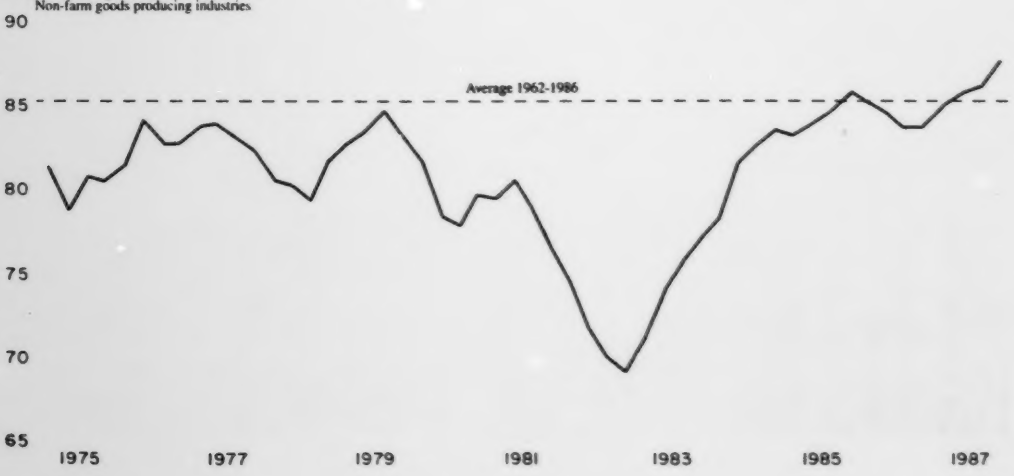


many Canadian commodity producers rebounded significantly. As a result, production, revenues, profits and investment in most resource-based industries rose substantially. However, regional gains were not limited to these sectors. Retail sales grew sharply in all regions, and there was a pickup in residential construction in the West. In Alberta, preparations for the Calgary Olympics stimulated activity further. The Atlantic provinces benefited from further increases in fish prices.

Despite the general improvement in the economic climate outside central Canada, problems remain. Grain prices, although somewhat higher in recent months, have yet to recover sufficiently to restore normal levels of profitability. Accordingly, western grain producers have continued to receive heavy support from government stabilization programs. Profitability in the oil and gas sector, while up from the very low level of 1986, remains below historical norms and subject to continuing uncertainty because of the volatility in world oil prices.

With the turnaround in commodity prices, Canada's international terms of trade improved during 1987, reversing the previous year's decline. Nevertheless, the current account deficit did not reflect this improvement, increasing to approximately $10 billion, or 1¾ per cent of gross domestic product (GDP). The effect of the higher prices received for Canadian exports, relative to imports, was offset by the particularly strong increase in the volume of imports in response to the rapid growth in domestic demand. Exports were outpaced by imports despite impressive growth in foreign sales of Canadian products. Although the growth of markets in our major trading partners was gener-

Rate of Capacity Utilization



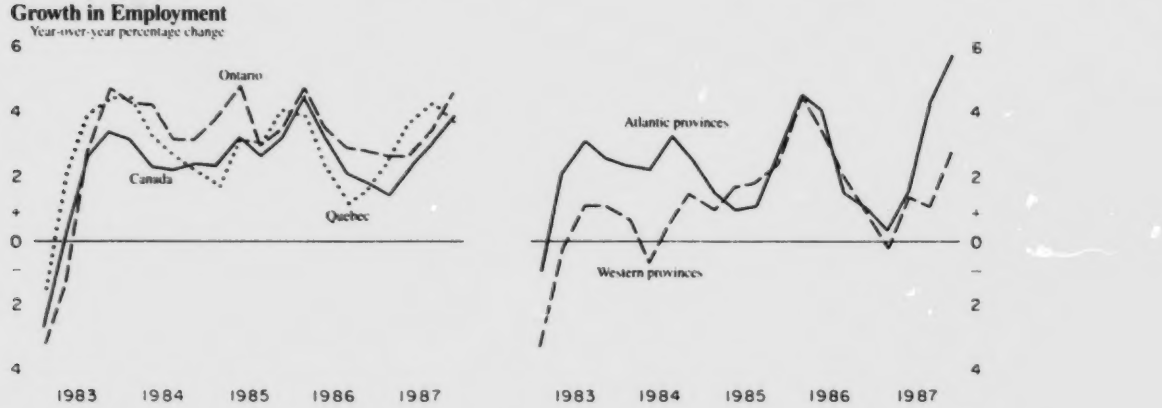
ally moderate, Canadian producers continued to be highly competitive and gained market share.

With output expanding to meet rising demand, by year-end a number of industries were operating at rates of capacity use well above historical averages. Among these were many resource industries and manufacturers of construction materials, as well as producers of a range of consumer goods and capital equipment.

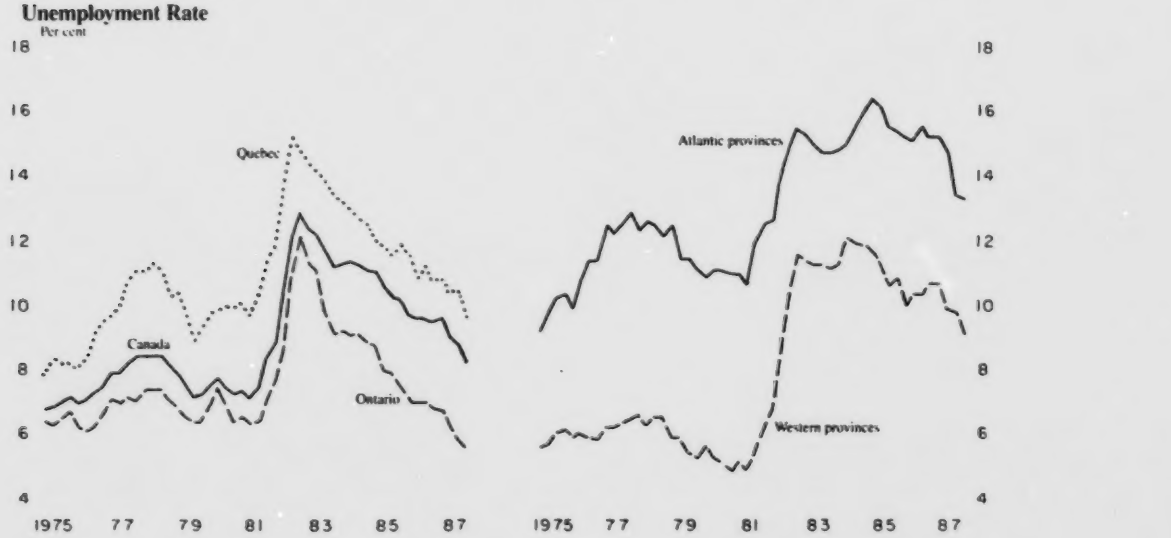
The rising level of production was also apparent in the strength of demand for labour. Employment rose by 4.2 per cent during 1987 with the national unemployment rate falling steadily through the year to 8.1 per cent in December – the lowest rate since mid-1981. Other indicators of labour market conditions also reveal the extent of the improvement. The employment ratio (employment relative to the working-age population) and the participation rate (proportion of the working-age population employed or seeking work) both reached record highs.

All the major regions experienced a substantial decline in unemployment, with

Growth in Employment



Unemployment Rate



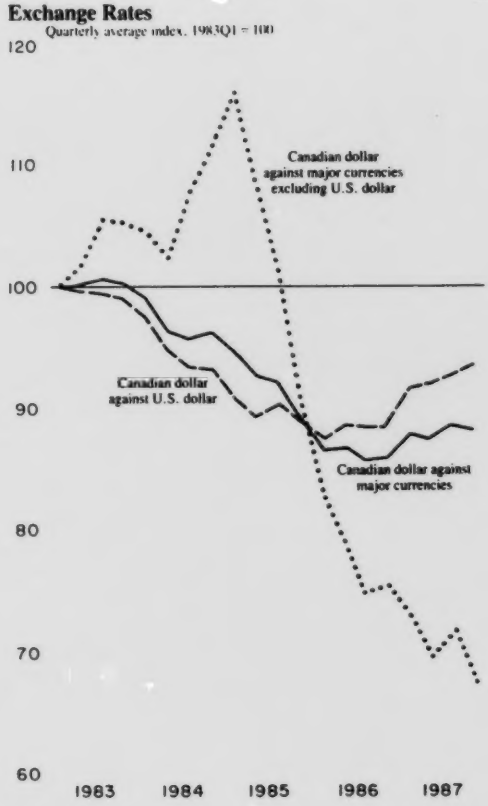
employment gains being proportionately the largest in British Columbia and Atlantic Canada. Nevertheless, in the Atlantic and western provinces unemployment rates remained well above those in central Canada overall, and well above levels experienced in these regions before the 1981-82 recession. This situation gave rise to a considerable movement of Canadians into central Canada. However, notwithstanding this inflow there was further tightening in the Ontario labour market, where unemployment fell sharply.

Inflation

On a year-over-year basis the rate of increase of the consumer price index (CPI) rose to over 4¾ per cent at midyear, before dropping back to about 4¼ per cent at the end of the year – the same rate of increase as experienced during 1986. From an international perspective, Canada's rate of inflation remained higher than in most overseas industrialized countries, although late in the year it edged below that of the United States.

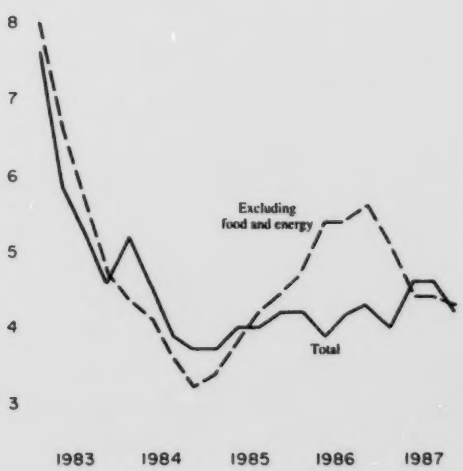
The pickup in inflation during the first half of 1987 came from several sources. Demand pressures began to emerge, showing up first in sharply rising house prices, particularly in southern Ontario, but to a lesser extent in other parts

Exchange Rates



Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



of the country as well. Higher energy prices arising from the partial reversal of the decline in world oil prices in 1986 were another key factor. Reduced supplies of certain food items raised consumer prices, as did a series of increases in federal and provincial sales and excise taxes and other charges that came into effect over the first six months of the year. To a large extent, the slowing in consumer price increases in the second half of the year reflected moderation in the influence of most of these factors. House prices in the Toronto region began to rise more slowly as construction added to supply and rising mortgage rates softened demand.

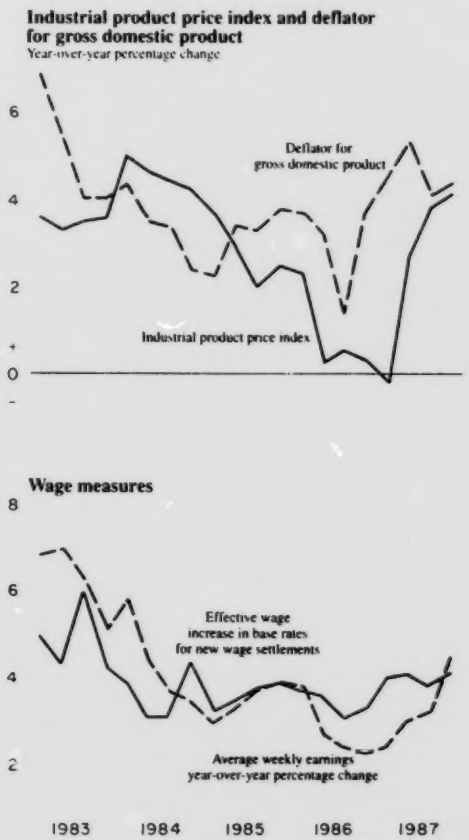
The rate of price increase for consumer items other than food, energy and housing slowed during 1987. The appreciation of the Canadian dollar against major currencies overall (that is, on a weighted average or "effective" basis) contributed to this inasmuch as import

prices for consumer goods were essentially unchanged over the year. The widespread rebates offered by automobile manufacturers also had a moderating effect on inflation.

However, as the year progressed, the rising level of demand and resource utilization began increasingly to show itself in product and labour markets. Producer prices began to rise rapidly in the spring, in part reflecting underlying conditions of supply and demand in markets for basic commodities. For many industries these price increases restored profitability to more normal levels, but in a number of cases profit rates rose above historical averages. Moreover, average hourly wages began to rise more rapidly and by year-end were about 4 per cent higher than a year earlier, an acceleration from the 3 per cent increase recorded at the end of 1986. The effect on costs and prices of this acceleration was, for the time being, largely offset by above-average gains in productivity related to the exceptionally sharp spurt in demand in 1987.

Wage rate increases negotiated in major collective agreements, which are a forward-looking indicator of wage cost developments, also picked up. Annual life-of-contract increases in base rates for new settlements negotiated in 1987 amounted on average to about 4 per cent compared with 3.4 per cent in 1986. In the second half of the year a number of major settlements, including those in the automotive and airline industries, increased base wage rates by somewhat more than 4 per cent and provided for considerable increases in non-wage benefits.

Indicators of Producer Prices and Costs



With expiring contracts covering nearly 1½ million workers, 1988 will be a considerably heavier bargaining year than 1987.

The faster rate of growth of total spending in 1987 prompted some tightening in monetary conditions in Canada. This tightening occurred in the context of a gradual rise in interest rates in the United States and in a climate of renewed confidence in the Canadian dollar such that the very wide differentials observed between Canadian and U.S. short-term interest rates in 1986 narrowed somewhat in 1987. The tightening in monetary conditions contributed to a slackening in the pace of monetary expansion relative to the very high rate recorded in the first half of the year, but credit growth nevertheless remained strong.

Financial developments in 1987 were marked by a sharp decline in stock prices in October after a number of months of rather spectacular growth. This led to a shift in investor preferences towards higher quality instruments and caused corporations to seek out different sources of finance. The upward trend in interest rates was also reversed at that time, partly as a result of an injection of liquidity by the Bank of Canada.

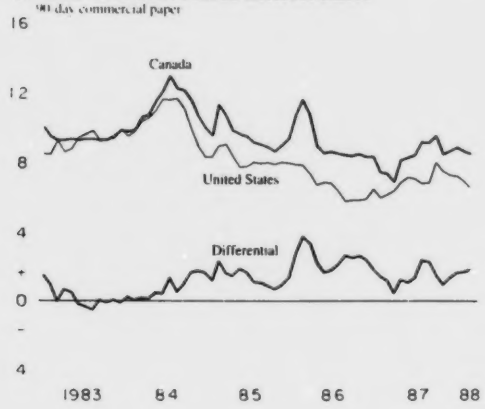
Some fundamental changes to the Canadian financial environment were initiated in 1987. The federal government restructured the supervisory system for financial institutions and released draft legislation on trust and loan companies. The securities industry was opened to banks and non-residents. The recently negotiated Canada-U.S. Free Trade Agreement provides for equivalent treatment of the financial institutions of each country. As a result, Canadian banks operating in the United States will be granted the same powers as U.S. banks when changes are made in the U.S. rules governing financial markets, and Americans will be exempted from certain of the restrictions that apply in Canada to foreign ownership of federally chartered financial institutions.

Interest rates and exchange rates

There was a sharp decline in short-term interest rates early in 1987, from 8.25 per cent at the beginning of January to less than 7 per cent at the end of March. During this period, large capital inflows, particularly from Japan, exerted upward pressure on the Canadian dollar and led to a substantial narrowing of the spread between Canadian and U.S. interest rates. Investor interest in Canadian dollar securities reflected the

Canadian Interest Rates

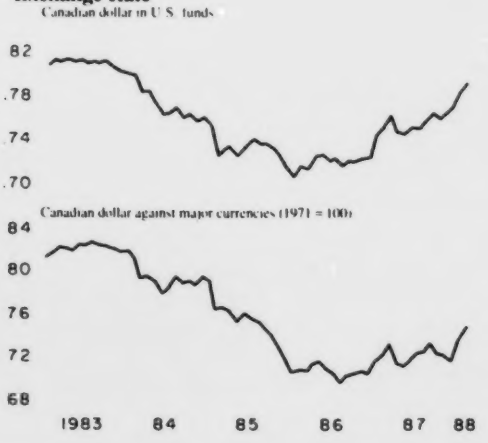
Canada-U.S. Short-term Interest Rates



relatively good performance of the Canadian dollar during 1986 as well as higher prices for a number of primary commodities.

Monetary policy began to tighten in early April in response to the strong growth in aggregate demand in the first quarter. Short-term interest rates picked up immediately and continued to rise until October. Following an initial decline, the exchange rate also strengthened. Just before the plunge in stock prices, short-term interest rates stood roughly 150 basis points above their levels at the start of the year, while the trade-weighted index for the Canadian dollar

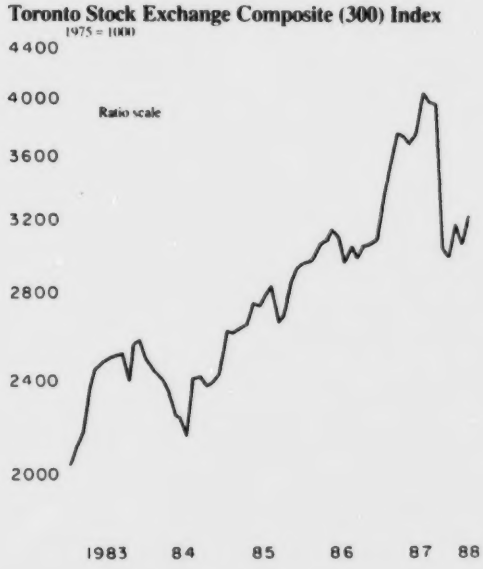
Exchange Rate



relative to the G-10 currencies had risen over the same period by 4 per cent.

On October 19, the Dow Jones index fell by 23 per cent, precipitating a sharp decline in stock prices around the world. In Canada, the Toronto Stock Exchange Composite Index lost roughly 17 per cent in two days. In order to prevent the share price decline from giving rise to more general financing problems, the Bank of Canada promptly injected additional liquidity into the Canadian financial system. Short-term

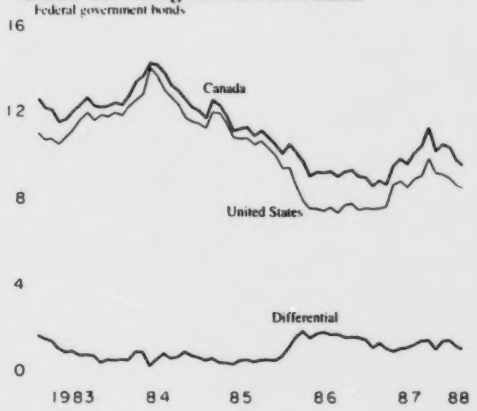
Toronto Stock Exchange Composite (300) Index



interest rates dropped abruptly and the trade-weighted index for the Canadian dollar fell by about 3 per cent in two and a half weeks. However, as initial fears about the potential effects of the stock market crash abated, short-term interest rates recovered somewhat.

Since the beginning of 1988, the Canadian dollar has appreciated by about 4 per cent against a basket of major currencies, reflecting a widespread perception that economic prospects in Canada were continuing to improve. Treasury bill yields have remained more or less unchanged, but commercial paper rates have edged downward as the liquidity premium on treasury bills associated with the stock market plunge has unwound. In general, by the end of

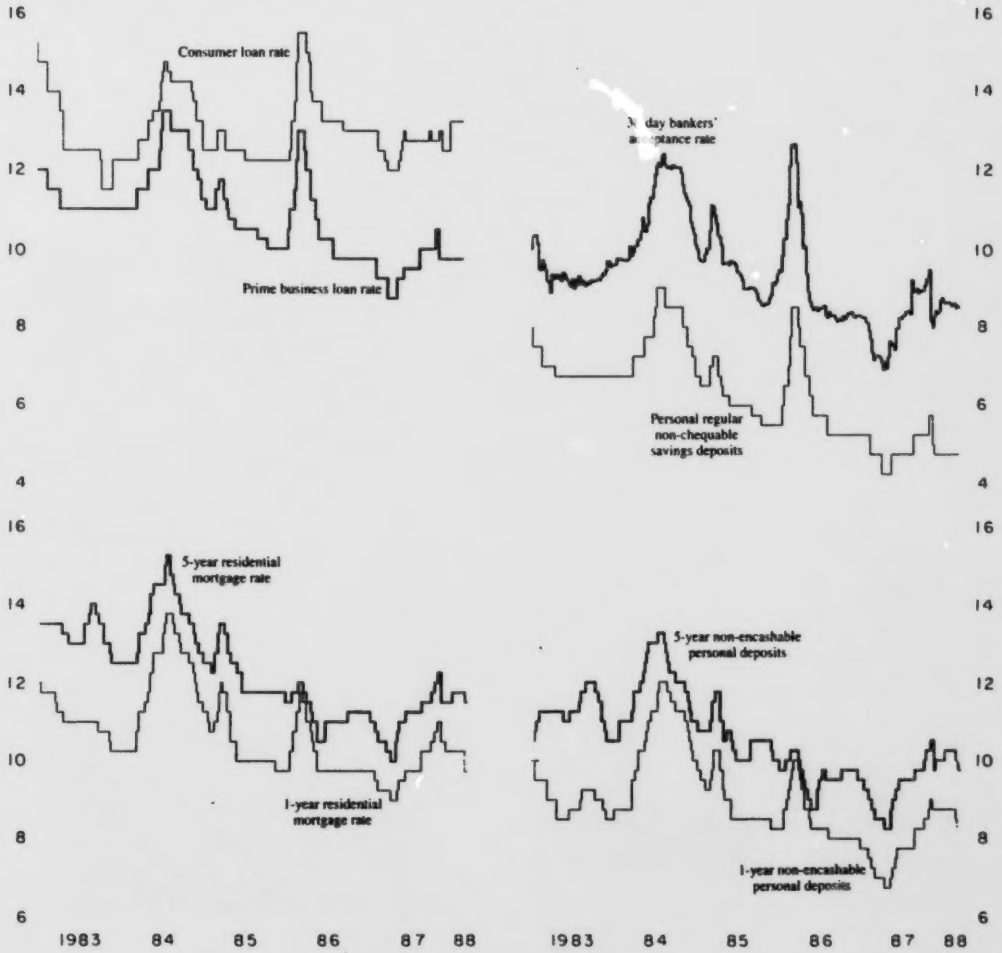
Canada-U.S. Long-term Interest Rates



February short-term interest rates had returned to approximately their levels of early 1987.

Long-term interest rates rose more in 1987 than did short-term rates. Long-term rates were not strongly affected by the decline in short-term rates in the first quarter, but they rose as quickly as short rates from April to October. The increases in long-term rates were in line with similar movements in the United States, where they reflected heightened fears of inflation engendered by the general downward trend in the U.S. dollar. The rise in interest rates in September and October was reversed following the stock market decline but, by year-end, long-term rates were about 150 basis points above

Selected Chartered Bank Interest Rates



the levels prevailing early in the year. Since the beginning of 1988, long-term bond rates have again fallen in the United States, and Canadian rates have declined in their wake.

On the whole, administered interest rates followed fluctuations in market interest rates rather closely. Accordingly, after ranging between 8.75 per cent and 10.5 per cent during the year, the chartered banks' prime lending rate returned to 9.75 per cent by late 1987, the same level as at the beginning of the year. Interest rates on mortgages and personal term deposits rose by ½ to ¾ of a percentage point above the levels prevailing at the beginning of 1987. This increase can be attributed to the particularly strong demand for mortgages and to a more marked increase in medium-term bond yields than in short-term interest rates. Mortgage rates fell in early 1988, following the decline in medium-term bond rates.

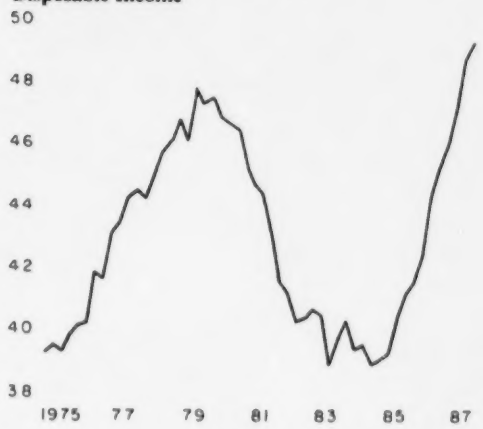
Credit developments

The rate of increase in total credit has remained relatively stable in recent years, despite quite different trends in borrowing by households, businesses and the public sector. The rate of growth of household debt has accelerated strongly since 1984, whereas business debt has grown at a relatively stable pace and growth in government debt has slowed considerably. In 1987, the demand for credit by the private sector again intensified and the rate of growth of public sector debt continued to decline.

The pace of growth of household indebtedness, which has exceeded that of personal income for a number of years, accelerated further in 1987 to a rate of 18 per cent. This acceleration, which was associated with a decline in the savings rate and strong demand for housing, reflected the growing confidence of households in the economic situation. The ratio of household debt to disposable income returned to the peak level it reached in 1979-80 and is continuing to rise rapidly. However, since 1980 households have also substantially increased their financial and non-financial assets relative to income.

After slowing somewhat in 1986, the rate of growth of business credit picked up

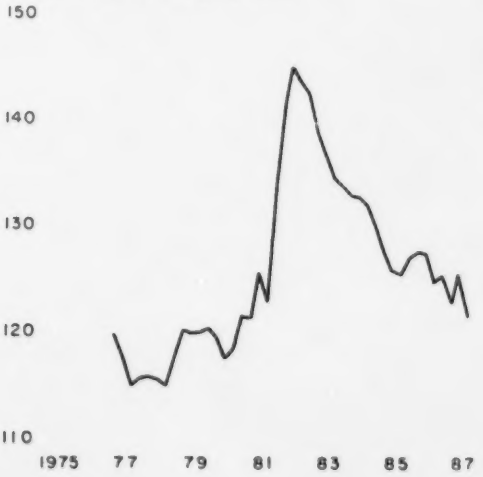
Household Credit as a Ratio of Personal Disposable Income



in 1987, rising to more than 10 per cent by year-end. Equity issues and bond financing – particularly new issues of convertible bonds – continued to grow quite rapidly until mid-October, as firms took advantage of rising stock values to restructure their balance sheets. This type of financing declined substantially after the stock market plunge, and businesses drew on their lines of credit at banks and issued bankers' acceptances to meet their borrowing needs.

In the public sector, borrowing requirements have been declining steadily in recent years, reflecting rising revenues and a slowing in

Corporate Debt to Equity Ratio



Credit Aggregates: Amounts Outstanding

Semi-annual growth rates

Total public sector credit: Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit: Total of business and household credit

Business credit: Loans and financial leases extended to, and acceptances, short-term paper, bonds and equities issued by, non-financial businesses

Household credit: Consumer credit and residential mortgage loans extended by selected lenders

the rate of expenditure growth. However, in 1987 the increase in revenue was absorbed in large part by new spending programs, and public sector debt (including the guaranteed debt of government enterprises) continued to grow on average at a rate of more than 10 per cent.

Monetary aggregates

Continuing the pattern of recent years, movements in the monetary aggregates in 1987 generally reflected developments in total spending and interest rates. In the first half of the year the monetary aggregates grew rapidly, in response to strong spending growth and the decline in short-term interest rates early in the year. However, in the second half of 1987 the growth rates of the monetary aggregates generally declined as the growth of spending slowed somewhat and interest rates rose in the middle of the year.

Nevertheless, movements in the monetary aggregates are not explained by developments in spending and interest rates alone. Special factors also influenced the behaviour of the various aggregates during the year.

Although the rapid rate of growth in M2 and M2+ in the first half of the year resulted mainly from spending and interest rate developments, it was also inflated by the effects of the unusually small Canada Savings Bond campaign in November 1986. Individuals withdrew less money than usual from their savings deposits to purchase bonds, which had the effect of raising the levels of M2 and M2+. Likewise, the slowdown in the growth of M2 and M2+ late in 1987, while reflecting developments in spending and interest rates, was also accentuated by the unusually large sales of savings bonds in November. Personal savings deposits fell sharply during the sales period.

Fluctuations in the narrow aggregate, M1, were much larger in 1987 than those in M2 and M2+. In part this reflects the greater sensitivity of M1 than of the broader aggregates to movements in interest rates.

The rate of growth of the broad aggregate M3 was similar to that of M2, although M3 was more heavily influenced by developments in credit markets. For example, in the period after the stock market crash, corporate borrowers turned to bank loans and bankers' acceptances rather than the securities market to meet their financing requirements. Faced with this increased demand for loans, the banks relied much more on non-personal term deposits to meet their funding requirements and this development held up the rate of growth of M3 relative to that of M2.

Other financial developments in 1987

After consultation with the Superintendent of Financial Institutions, the six major Canadian banks in July raised their general provisions for losses on sovereign loans to a group of Third World countries by $6.1 billion. Overall, those provisions now stand at 37 per cent of their loans outstanding to such countries. As a result, the banks reported an extraordinary after-tax loss of some $3.4 billion on their third quarter financial statements, a loss which they were largely able to absorb out of other 1987 net income. Some banks took advantage of favourable market conditions to strengthen their capital base through stock issues.

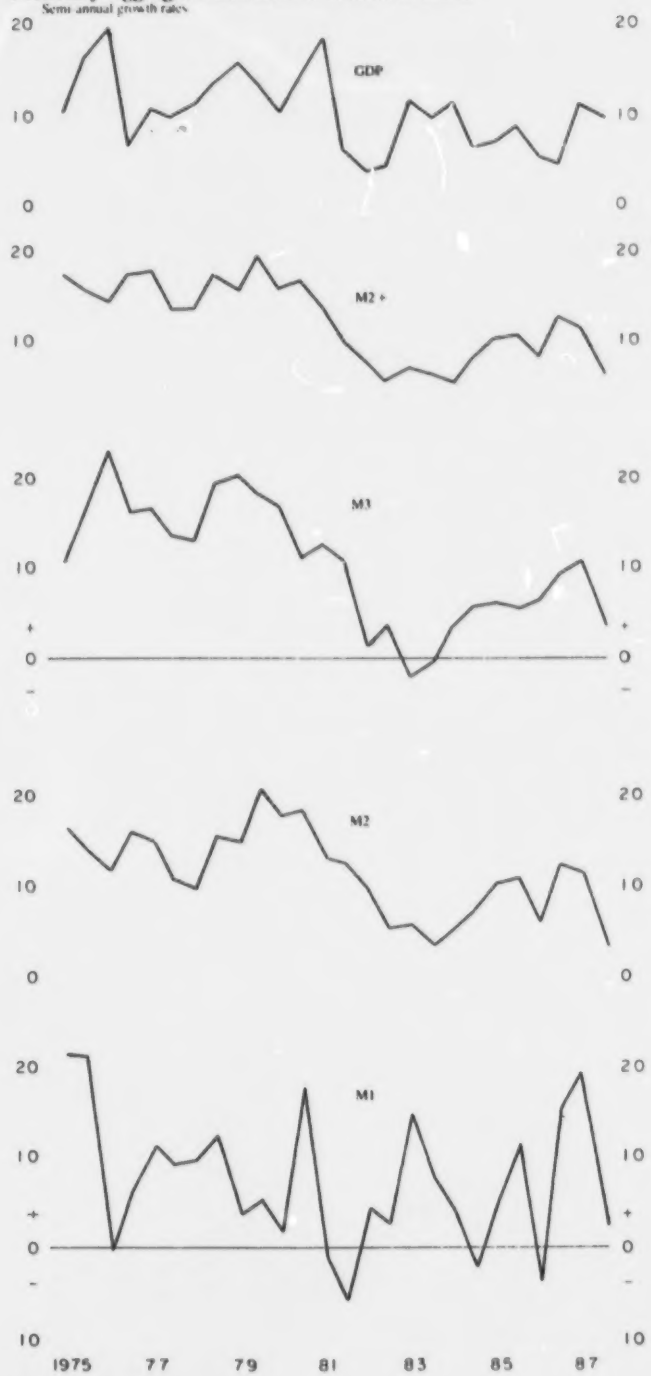
As noted earlier, 1987 marked the beginning of a major transformation of the Canadian financial environment. In December 1986, the Government of Canada had set out the general principles for its revision of statutes governing the powers and ownership of federally chartered financial institutions. In 1987, it began to give concrete form to those principles.

In June, the Government consolidated the various agencies responsible for supervising federally chartered financial institutions under the authority of the Superintendent of Financial Institutions. It also established a supervisory committee composed of the Superintendent of Financial Institutions, the Governor of the Bank of Canada, the Chairman of the Canada Deposit Insurance Corporation and the Deputy Minister of Finance. The committee's role is to ensure that the agencies responsible for supervising financial institutions, acting as lender of last resort, and providing deposit insurance services consult one another and exchange information and points of view.

In December, the Government released

Monetary Aggregates and Gross Domestic Product

Semi-annual growth rates



GDP
Total spending on goods and services at current prices

M2 +
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies and deposits and shares at credit unions and caisses populaires

M3
M2 plus non-personal fixed-term deposits plus foreign currency deposits of residents booked in Canada

M2
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits

M1
Currency and demand deposits less private sector float

draft legislation on trust and loan companies, which will also form the basis for the revision in 1988 of legislation governing banks, insurance companies and co-operative credit associations. The purpose of these revisions is to broaden the powers of financial institutions and the range of institutions with which they might affiliate, while at the same time restricting links to commercial enterprises and maintaining control over self-dealing. The provincial governments have also begun to make legislative amendments in their areas of responsibility.

The Government's proposals for restructuring the financial sector also envisage the abolition of the statutory requirement on chartered banks to hold reserves against their deposit liabilities. This reform will not alter the ability of the Bank of Canada to implement monetary policy, because the Bank will still be able to determine the availability of settlement balances to financial institutions directly involved in the daily process of clearing payment items. However, the new provisions will require changes in the mechanics of implementing monetary policy. The Bank has been meeting with the major financial institutions to discuss the nature of the mechanisms which might be needed in a system without required reserves.

International Developments

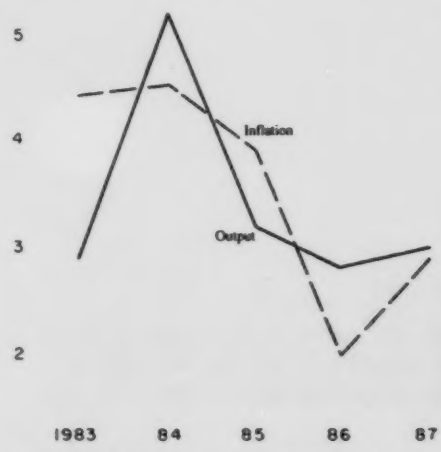
The world economy continued to expand in 1987, despite weaker growth in the developing countries. Among the major industrial countries, an encouraging development was the strong pickup of domestic demand in Japan accompanied by the slower expansion of domestic demand in the United States. These offsetting movements helped to maintain overall output growth in the industrial world while, together with past adjustments in exchange rates, working in the direction of reducing the large international trade imbalances that have been overhanging the world economy in recent years. However, progress in resolving these payments imbalances continued to be slow, and this contributed to volatile financial market conditions, particularly towards the end of the year. More recently, markets have stabilized somewhat in the light of more encouraging U.S. trade figures and actions taken by the G-7 countries.

Although the ratio of external debt to gross national product (GNP) of developing countries as a group increased slightly in 1987, their overall trade and current account positions improved. The performances of individual countries varied widely, however. Efforts to reduce debt burdens and to stimulate growth were made more difficult by the slower growth of world trade. Domestic policy problems in some of the larger indebted countries were also an important factor.

Industrial countries

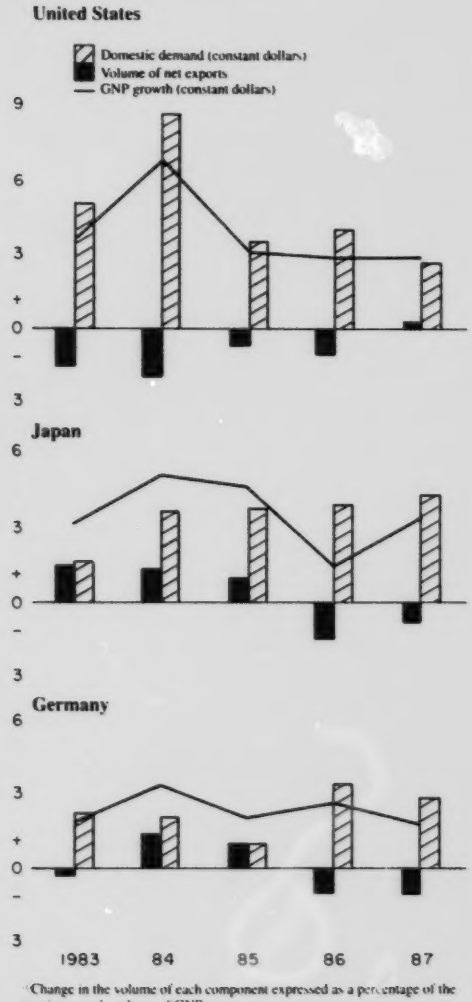
The pace of economic expansion in the major industrial countries increased slightly in 1987, as strong output growth in Japan, the United Kingdom and Canada more than offset weaker growth in continental Europe. Growth in the United States was approximately the same as a year earlier.

Major Industrial Countries[1]: Output and Inflation
Annual percentage change



[1] United States, Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy, Canada

Major Industrial Countries: Contributions[1] to Growth in the Volume of GNP



[1] Change in the volume of each component expressed as a percentage of the previous year's volume of GNP

There were significant and welcome changes in the growth rates of domestic demand among the G-7 economies. Domestic demand grew faster in those countries with large external surpluses than it did in the United States. Changes in fiscal policies contributed in an important way to these movements, consistent with the objectives of the Louvre Accord agreed to by finance ministers and central bank governors from the G-7 countries in February 1987.

Inflation rates in the major industrial countries rose somewhat in 1987, reflecting in part a rebound in energy prices. In the United States the depreciation of the dollar had a direct impact on import prices and put added demand pressures on an economy already operating close to capacity. While there was no clear evidence of any acceleration in the rate of wage increases, rising interest rates on medium and longer-term securities through much of 1987 signalled heightened concerns about inflation on the part of investors. The U.S. monetary authorities reacted to these economic and financial developments, and short-term interest rates rose gradually during the first nine months of the year.

In other major industrial countries exchange rate appreciation helped keep inflation rates low. Nevertheless, policymakers and investors remained concerned about a potential rebound in inflation given the rapid expansion of monetary aggregates in some countries and the effects of higher energy prices. In the circumstances, there was some tightening of monetary policy in the summer and fall.

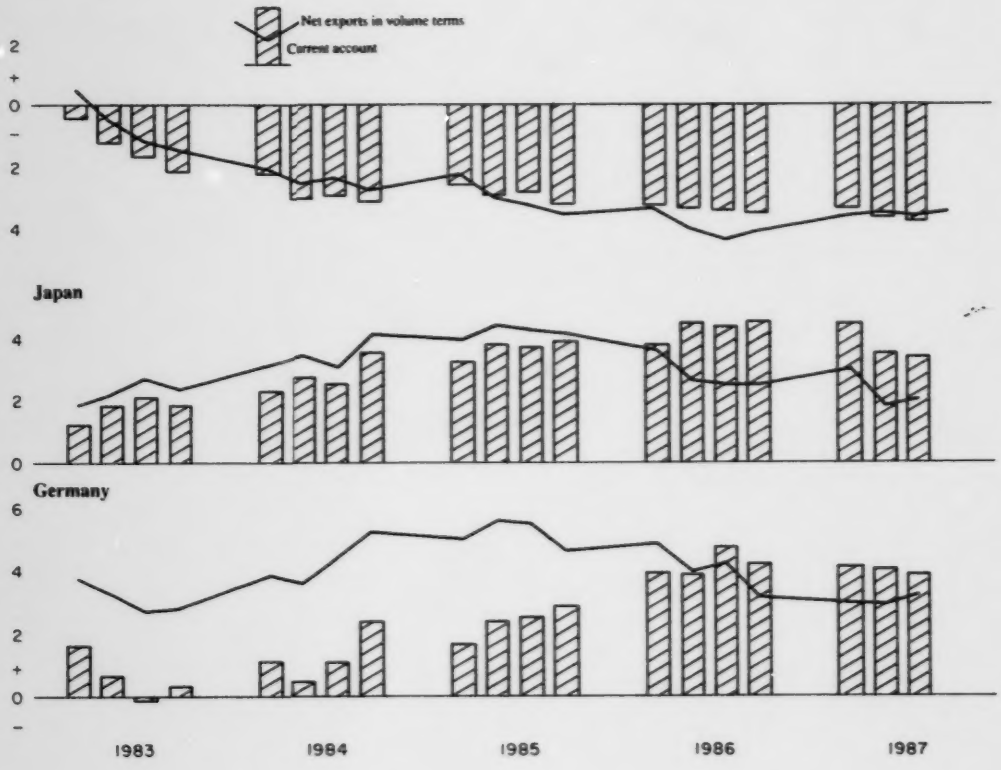
Current account imbalances among the major industrial countries remained large, but some progress was made towards reducing them. The volume of U.S. exports in particular was up sharply from a year earlier, mainly as a result of the substantial depreciation of the U.S. dollar since 1985. Combined with the effects of slower growth in U.S. domestic demand on imports, this depreciation contributed to an improvement in the U.S. trade balance (expressed in volume terms) as a proportion of GNP. In Japan and Germany the trade balance in volume terms fell both absolutely and as a proportion of GNP, as imports continued to increase at a faster rate than exports.

The adjustment of international imbalances was less noticeable when measured in value terms. Although the current account surpluses of Germany and Japan declined modestly in 1987 as a proportion of GNP, the U.S. current account deficit reached record levels. The persistence of the U.S. deficit, in the presence of protracted and substantial declines in the value of the U.S. dollar, reflected two factors.

First, foreign producers and U.S. importers have tried to maintain market share in

External Balances of United States, Japan and Germany

Expressed as a percentage of GNP



the United States during the past three years by absorbing part of the exchange rate changes in the form of lower profit margins. As a result, movements in U.S. import prices have not fully reflected the decline of the U.S. dollar. This has served to lengthen the adjustment period and to increase the exchange rate changes required to put the current account on a sustainable path.

Second, import price increases experienced to date have in themselves contributed to a short-run deterioration in the U.S. trade balance. Although exchange rate depreciations should improve a country's trade position once import and export volumes have responded, these adjustments often take some time. In the interim, the negative effects of higher import prices typically dominate, producing larger trade deficits.

As the year progressed, international financial markets became increasingly unsettled. The U.S. trade deficit was not adjusting as quickly as most observers had expected, and doubts began to emerge about the policy commitments made earlier as part of the Louvre Accord. Investors worried that domestic and international imbalances would lead to a further substantial decline in the U.S. dollar, rising U.S. inflation, higher interest rates and slower growth in the world economy.

In mid-October stock markets around the world experienced a sudden and precipitous decline in prices that erased most or all of the gains registered earlier in the year. In response there was a substantial infusion of liquidity in most industrial countries. Though the stock market decline appears not to have had any

immediate effect on their economies, considerable uncertainty remained at year-end as to the ultimate effect of this shock. In this context, monetary authorities in the industrial countries adopted a somewhat accommodative policy stance and, in a December communiqué, G-7 ministers and central bank governors reaffirmed their commitment to the policy measures outlined in the Louvre Accord.

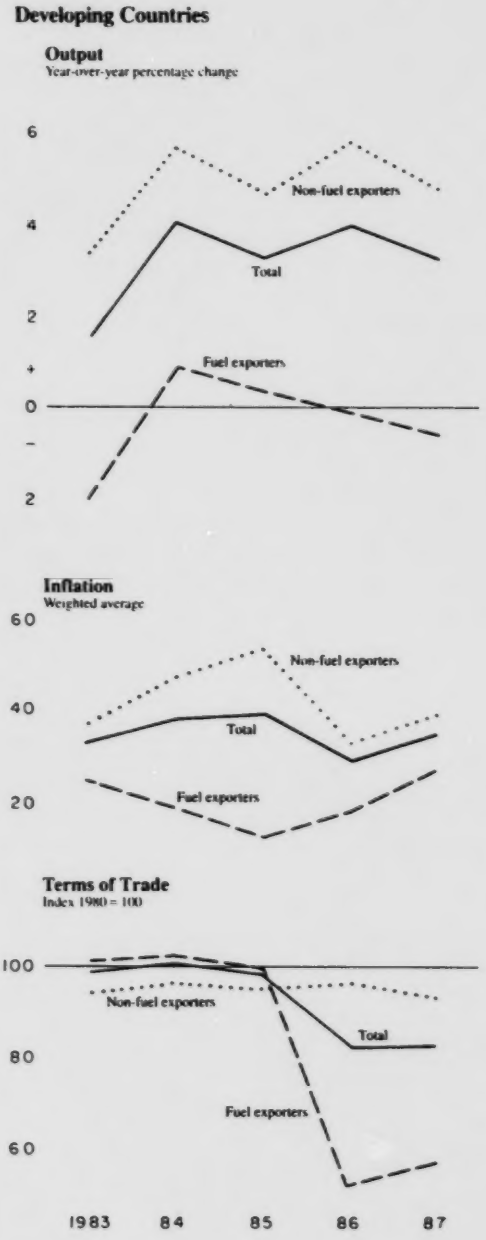
Exchange market conditions during this period reflected the turbulence in other financial markets. Following the stock market decline in October, the U.S. dollar weakened considerably against most other major currencies. By year-end, the dollar had fallen by 21 per cent against the Japanese yen and 18 per cent against the German mark, relative to its December 1986 levels. On a trade-weighted basis (i.e., measured against the currencies of its largest trading partners), the U.S. dollar depreciated by nearly 16 per cent. The G-7 communiqué, concerted exchange rate intervention and the subsequent release of more favourable U.S. trade statistics helped in early 1988 to reverse partially these exchange rate changes.

Developing countries

Output in the developing countries continued to expand in 1987 but growth was generally lower than in 1986. Moreover, there were marked differences in the pace of economic activity in different countries. Growth rates in many Asian countries, for example, remained relatively high while output in fuel-exporting countries actually fell.

The slower pace of economic activity did not translate into lower inflation for developing countries overall. Their average rate of inflation rose through the year, driven principally by the deteriorating price performance of a number of the larger debtor countries.

Export receipts of the developing countries were much higher in 1987 in U.S. dollar terms. This allowed them to increase imports and still register an improvement in their overall trade and current account positions. However, the improvement was spread unevenly among the different groups of developing countries. The terms of trade for developing countries that are

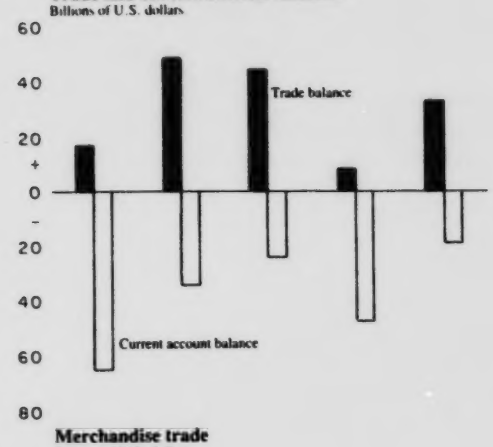


major exporters of fuel products improved in 1987 with some recovery in the price of oil, following its dramatic decline in 1986. Other developing countries experienced a small deterioration in their terms of trade, although there

Developing Countries

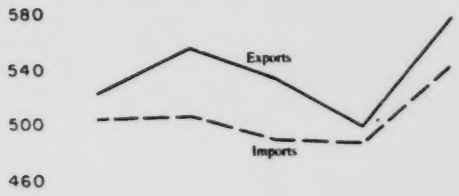
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



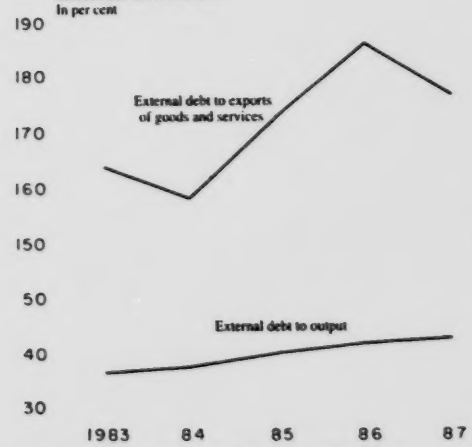
Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



External debt ratios[1]

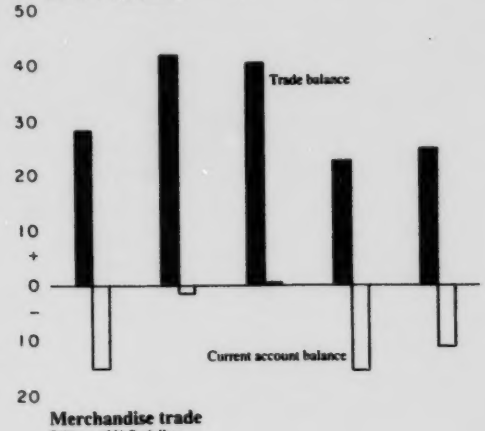
In per cent



Fifteen Heavily Indebted Developing Countries[2]

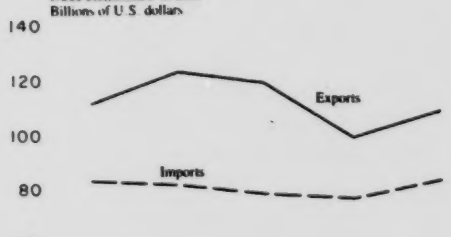
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



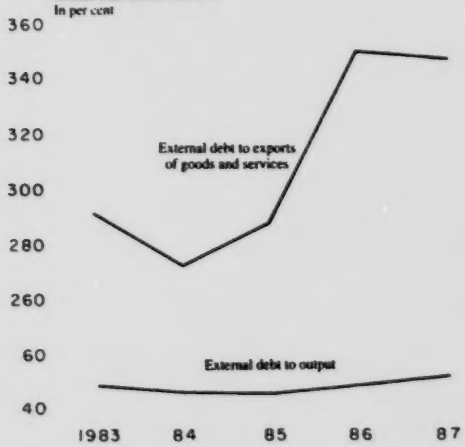
Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



External debt ratios

In per cent



[1] Ratios apply to capital-importing developing countries only

[2] Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Côte d'Ivoire, Ecuador, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia

was some improvement in the prices of many non-oil commodities during the year. For the developing countries overall, the terms of trade were virtually unchanged over the year.

The adjustments being made by debtor countries require external financial support. A number of the larger debtor countries reached agreements with creditor banks in 1987 to reschedule outstanding debt or to obtain new loans. Considerable effort went into making these packages more attractive to banks through innovations such as fees for early commitments, provision for debt-equity swaps, co-financing with the World Bank, and the use of such alternatives to loans as trade credit and deposit facilities and notes and bonds. Late in the year, Mexico proposed a scheme under which banks could bid at auction to exchange some of their outstanding loans to that country for long-term bonds. These bonds would carry a higher interest rate and have a lower face value than the original loan. Moreover, the principal would be secured with zero-coupon bonds to be issued by the U.S. Treasury and purchased by the Mexican authorities. Finally, the recent decision to seek an increase of almost 80 per cent in the general capital of the World Bank points to further support for debtor countries.

For low-income countries that require assistance on concessional terms, the IMF established a new lending facility in December 1987. Known as the Enhanced Structural Adjustment Facility, it will be financed by loans and contributions from a large number of countries, including Canada. Agreement was also reached to replenish the resources of the International Development Association, the World Bank affiliate which makes concessional loans to these countries.

Despite these encouraging signs, the financial positions of many heavily indebted countries remain fragile. The sluggish growth of output in these countries and the limited availability of new financing made it difficult to meet scheduled debt-service payments. Many of the developing countries continued their efforts to put in place more appropriate demand management policies as well as various structural adjustments, often with advice and financial support from the IMF and the World Bank. However, all too often there were slippages in the implementation of these programs.

In February 1987 Brazil suspended interest payments on its medium-term and long-term loans outstanding to banks. Towards the end of the year it agreed to pay the interest that fell due during the final quarter of 1987, using funds from its reserves together with a short-term loan by the banks. In early 1988, Brazil and its creditor banks were engaged in negotiating a more comprehensive medium-term financial agreement. Brazil also indicated a willingness to enter into negotiations with the IMF on an economic program.

The Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with other countries in 1987 in two separate short-term bridge financing arrangements for Argentina. In both instances, the financing was related to an economic adjustment program undertaken by Argentina with assistance from the IMF and the World Bank. Canada's share in the first loan of U.S.$500 million, arranged in March, was U.S.$30 million. The Canadian share of the second loan, made in November for an amount of up to U.S.$500 million, was U.S. $28 million. Argentina had repaid both of these loans by year-end. Earlier in the year, Mexico had repaid a similar bridging loan in which Canada had also participated.

Bank of Canada Operations

Bank of Canada Advances and Securities Market Operations

The assets of the Bank of Canada have traditionally consisted almost entirely of Government of Canada securities. During 1985 and 1986, as a consequence of the difficulties of a number of smaller banks, advances to members of the Canadian Payments Association (CPA) came to represent an unusually large share of the Bank's assets. However, over the past year the proportion of advances relative to holdings of Government securities has declined considerably.

The buildup of advances peaked at over $5 billion in April 1986. By the beginning of 1987 these advances had declined to $868 million and consisted mainly of the remaining balance on advances made in 1985 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank. The continuing liquidation of the assets of these two insolvent banks permitted repayments in 1987, and the level of extraordinary loans had declined to $362 million by the end of the year.

The Bank of Canada also grants ordinary advances to institutions as overnight loans to cover shortfalls in their reserve deposits or clearing balances at the Bank of Canada that result from unexpected payment flows. Outstanding advances of this type totalled $436 million at year-end and were repaid on the first business day of January. A summary of advances to CPA members during the year is presented in Appendix Table III.

The Bank of Canada also extends credit through Purchase and Resale Agreements (PRA) with the investment dealers that are money market jobbers. Appendix Table III provides a summary of these transactions during 1987. Before 1985, loans under PRA were extended only at the initiative of the jobbers, reflecting their use as a safety valve at times when overnight financing of jobbers' inventories of money market securities was viewed as being excessively costly. Since then, the traditional PRA facility has been supplemented with "Special" PRA for which the Bank of Canada, rather than the jobber, initiates the transactions and controls the timing, rate and amount involved.

Special PRA provide the Bank with a means of moderating upward pressure on overnight financing costs in a way that has a more immediate influence than do bank reserve adjustments and can be more directly focussed on overnight rates than is the case with open market operations. The Bank's use of Special PRA expanded over the past year; there were outstanding amounts on 63 days, averaging around $300 million. Less common have been Special

Sale and Repurchase Agreements; these are transactions to counter downward pressure on overnight financing rates and were first used by the Bank in 1986. Over the past year such transactions were undertaken on two occasions in mid-December, in amounts of $275 million and $250 million.

The securities holdings of the Bank grew by about $2 billion over 1987. This increase occurred principally as an offset to the sizable growth during the year in bank notes in circulation, a liability of the Bank of Canada. Appendix Table IV summarizes the transactions that resulted in the changes in the portfolio holdings of the Bank.

Almost all of the increase in the Bank's securities holdings was in treasury bills. The most concentrated period of treasury bill acquisitions was at the weekly tenders during April, when money market conditions were quite unsettled and the Canadian dollar declined from the high levels reached earlier in the year. The largest purchases of bills directly from the market were during November, when the banking system reduced its holdings substantially in the aftermath of the Canada Savings Bond campaign. However, the amount of treasury bill dealings by the Bank with the market was considerably less in 1987 than in the previous year. This reflected the increasing use of Special PRA, rather than market transactions in treasury bills, to influence short-term market conditions.

Net changes over the year in the Bank's holdings of Government marketable bonds were modest, consisting of direct acquisitions at the time of new offerings and of redemptions as issues came due.

Management of Government Debt and Cash Balances

In its role as fiscal agent for the Government of Canada, the Bank of Canada acts as adviser and provides administrative services for the debt management operations of the Government. During 1987 the domestic debt of the Government increased by $24.5 billion, compared with increases of about $17 billion in 1986 and $29 billion in 1985. The step-up in 1987 from the previous year occurred despite a continued decline in the Government's budgetary deficit. The higher financing requirement reflected an addition of over $5 billion to finance the net purchase of foreign currencies in exchange market transactions. In the previous year, sales of U.S. dollars through foreign exchange activity and a rundown of Government cash balances had together lowered borrowing requirements by about $4½ billion.

Somewhat more than half the increase in outstanding debt in 1987 came from short-term treasury bills and Canada Savings Bonds. (The latter now have interest rates set for only one year.) The remainder was accounted for by marketable bonds with fixed interest rates for terms varying from two to over twenty years. A record Canada Savings Bond sales campaign in the fall of 1987 led to an offsetting decline in treasury bill financing and gave savings bonds a larger than usual role in the borrowing program. For the first time in five years, savings bonds increased as a percentage of the total domestic Government debt oustanding, rising from 22 per cent of the total to 23.5 per cent. Treasury bills declined by a corresponding amount to around 32 per cent while marketable bonds remained at just above 44 per cent. During the year the average term of the marketable portion of the domestic Government debt, consisting of treasury bills and marketable bonds, declined from 5 years, 1 month to 4 years, 11 months.

The marketable bond program over the year consisted of 27 new issues, details of which are provided in Appendix Table V. With the maturities of the new bonds spread rather evenly over the two, three, five, seven, ten and twenty year areas, the term of new issues averaged around eight years. The use of auctions for the issue of new bonds, as an alternative to traditional offerings through a syndicate of investment dealers and banks, continued to be expanded. Almost half the amount of the issues during the year was offered in this way.

Canada Savings Bond sales in 1987 reached the unprecedented level of $17½ billion. After taking into account redemptions of outstanding series, the increase in the stock of savings bonds over the year was about half of this amount. The details of the 1987-88 Series, including a first-year rate of 9 per cent and a cash purchase limit of $75,000, were announced at mid-October. At that time interest rates had been rising for some weeks and, against this background, the terms of the bonds were viewed as generally favourable but not overwhelmingly so. However, following the sharp drop in interest rates associated with the October 19 stock market decline, the 9 per cent rate was perceived to be very attractive when the sales campaign began in the last week of October. Sales reached a record high despite a reduction in the initially announced purchase limit from $75,000 to $20,000 and the withdrawal of the bonds from cash sale after only one week.

Treasury bills again proved to be a particularly flexible borrowing avenue for the Government. Over the first ten months of the year the outstanding supply of treasury bills increased by over $15 billion. Then, with Government cash balances at very high levels following the receipt of Canada Savings Bond proceeds, the supply was cut by almost $11 billion during November and December. Throughout the year the regular weekly offerings of three-month, six-month and one-year bills were adjusted from week to week, often by several hundreds of millions of dollars, as part of the management of Government cash balances. As well, in order to bridge temporary low points in the Government balances, shorter-term bills of ten to thirty-eight day terms were issued on seven occasions in a total amount of $5 billion, mainly to cover Canada Savings Bond payments in early November.

The following table shows changes in Government of Canada domestic securities outstanding during 1986 and 1987, in total and by

major categories of holders. For the past several years increased holdings by the general public have absorbed all, or the bulk of, the additions made to the Government's debt.

Summary of Changes in Canadian Dollar Government of Canada Securities Outstanding During 1986 and 1987

Billions of dollars (par value)

	1986	1987
Treasury bills	+10.3	+ 4.5
Marketable bonds	+11.3	+11.2
Canada Savings Bonds	− 4.3	+ 8.8
Total	+17.3	+24.5
Held by:		
Bank of Canada		
Treasury bills	+ 3.9	+ 1.9
Marketable bonds	− 1.3	+ 0.1
Total	+ 2.6	+ 2.0
Chartered Banks		
Treasury bills	+ 2.5	− 3.7
Marketable bonds	0.0	+ 1.0
Total	+ 2.5	− 2.7
Government Accounts		
Treasury bills	− 0.1	0.0
Marketable bonds	− 0.6	+ 0.3
Total	− 0.7	+ 0.3
General Public		
Treasury bills	+ 4.0	+ 6.3
Marketable bonds	+13.3	+ 9.7
Canada Savings Bonds	− 4.3	+ 8.8
Total	+13.0	+24.8

Reflecting the strength of the Canadian dollar, there was a sizable acquisition of reserves during the year by the Exchange Fund Account and, as a result, the Government repaid a total of about U.S.$775 million of its foreign debt in 1987. Two note maturities, SFr.400 million in March and SFr.300 million in November, were paid off, and a U.S.$750 million bond maturity in June was partially offset by a new yen bond issue in Europe. This new financing, the only foreign issue undertaken by the Government during the year, consisted of yen 80 billion (equivalent to about U.S.$550 million) five-year 4⅜ per cent bonds. The fixed-rate Euro-yen liability was swapped into a floating-rate U.S. dollar liability.

In the fall of 1986, the Government began to issue short-term notes, known as Canada Bills, in the U.S. money market. At the beginning of 1987 U.S.$934 million of these notes were outstanding. While there was no pressing need during the past year to raise additional foreign exchange reserves through this source, the program was maintained to ensure continuity of access to the low-cost U.S. funds that the issue of Canada Bills can provide. Accordingly, the amount of notes outstanding was maintained at around U.S.$1 billion, ending the year at U.S.$1,070 million.

No drawings were made on the U.S. dollar standby credit agreements that the Government has outstanding with Canadian banks and with a consortium of international banks. The former agreement was renegotiated during the first half of 1987; the amendments included a reduced size of the facility from U.S.$3.5 billion to U.S.$3 billion, a reduced commitment fee and lower-cost borrowing options, and a maturity date of June 1992.

Since April 1986, the Government of Canada has regularly offered a portion of its cash balances for specified terms through competitive tender. As fiscal agent, the Bank of Canada is involved in this process and advises the Government on the size, term and frequency of the auctions, based on the availability of surplus funds. The eligible bidders are the directly clearing members of the Canadian Payments Association. During 1987 the auctions were typically held twice a week, and tender amounts ranged from $100 million to $4.9 billion. At times, more than one maturity was offered at tender, and terms of the offerings over the year varied from 2 to 24 days. During November, when Government cash balances rose sharply after the Canada Savings Bond campaign, the amount of outstanding term deposits reached a high of $12.3 billion.

Foreign Exchange Operations

During 1987 the Canadian dollar appreciated by 1.9 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies, and by 6.2 per cent against the U.S. dollar. The difference reflects the substantial weakening of the Canadian and the U.S. dollars against the currencies of major overseas countries, particularly in the latter part of the year. In 1987 the Canadian dollar depreciated by 15.3 per cent against such overseas currencies with most of the decline occurring in the fourth quarter.

Much of the upward movement in the Canadian dollar against the U.S. dollar occurred in the first three and a half months of 1987, when the Canadian dollar increased in value from a closing level of U.S.$0.7244 at the end of 1986 to U.S.$0.7688 in mid-April. After coming under some downward pressure in the second half of April and much of May, the Canadian dollar generally firmed over the next five months to reach a high for 1987 of U.S.$0.7721 on October 19. Following the stock market decline, it experienced another brief period of weakness but then strengthened through most of November and December, closing the year at U.S.$0.7696.

The Canadian dollar continued to rise early in 1988, trading around the U.S.$0.79 level at the end of February. On a trade-weighted basis, it increased by about 4 per cent through January and February, reflecting also the appreciation of the U.S. dollar against the major overseas currencies.

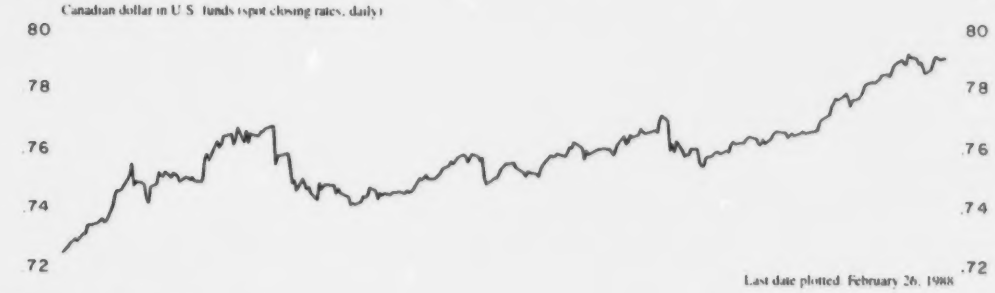
Foreign exchange market operations by the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, continued to be oriented towards promoting orderly conditions in the Canadian dollar exchange market. Given the generally strong upward pressure on the exchange rate during the year, official purchases of foreign exchange greatly exceeded official sales. Canada's holdings of official international reserves, which were the equivalent of U.S.$4,095.6 million at the end of 1986, increased to U.S.$8,203.2 million by the end of 1987, partly offsetting net reserve losses from the previous years. In January 1988, the reserves increased by an additional U.S.$1,330.0 million.

During the year Canada joined other members of the G-7 on several occasions in coordinated intervention in the German mark/U.S. dollar and yen/U.S. dollar markets. This intervention was undertaken as part of Canada's commitment to the policy initiatives outlined in the Louvre Accord. For Canada, these actions resulted in a shift in the composition of reserves rather than any change in their overall level.

Exchange Rates

Canadian dollar against major currencies (index 1971 = 100)

Canadian dollar in U.S. funds (spot closing rates, daily)



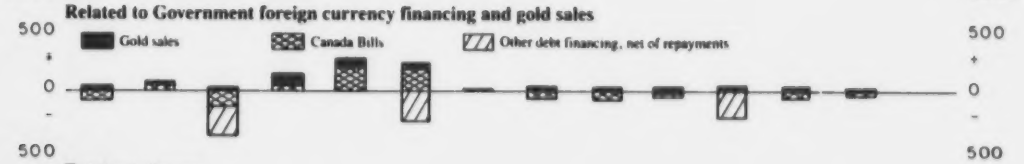
Last date plotted: February 26, 1988

Changes in Official Reserves

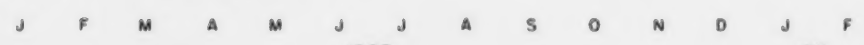
Millions of U.S. dollars, monthly

Excluding official external financing, gold sales and revaluation effects[1]

Related to Government foreign currency financing and gold sales



Total net change



[1]The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs and decreases when the opposite occurs.

In addition to the activities discussed in previous sections of this Report, the Bank of Canada is responsible for the issue of bank notes and acts as fiscal agent for the Government of Canada in servicing its debt. The Bank also provides banking services to the Government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and international institutions. As well, the Bank is the custodian of unclaimed chartered bank balances, which are transferred to the Bank after they have been inactive for ten years. Records of all unclaimed bank balances held by the Bank can be reviewed, free of charge, at any Bank of Canada Agency.

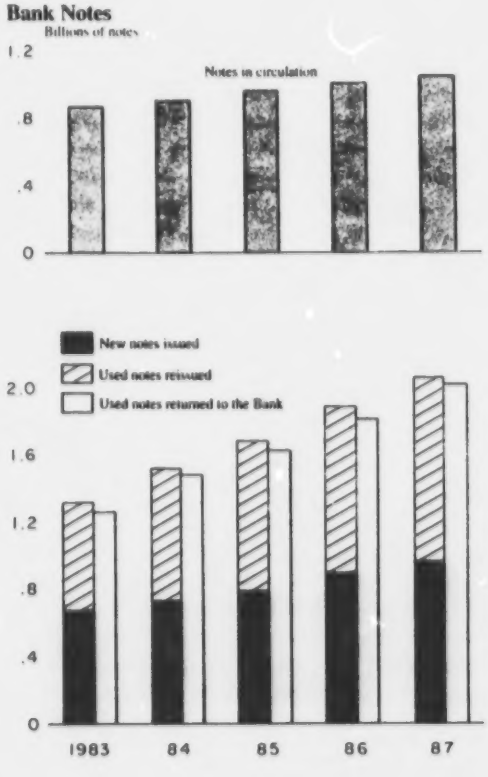
These operational responsibilities involve the processing of large volumes of material and data. Although increasing reliance is being placed on automated processing systems to support the workload, about one half of the Bank's staff remains directly involved in carrying out these functions.

Note issue

The number of bank notes in circulation has been rising by about 5 per cent a year in recent years. However, growth slowed in the second half of 1987 after the Government introduced into circulation a new one dollar coin. The coin is estimated to have displaced about 20 million notes since its introduction, but 330 million one dollar notes were still in circulation at the end of 1987. Under current plans the one dollar note will cease to be issued in 1989. However, like all Bank of Canada notes, the one dollar note will remain legal tender for its full face value even when it is no longer in general circulation.

The volume of bank notes processed by the Bank of Canada has been rising much more rapidly than the stock of notes in circulation. The number of used notes returned to the Bank by financial institutions for processing increased by over 10 per cent in both 1986 and 1987. Over half of these notes were reissued, while the remainder were destroyed by the Bank as unsuitable for further circulation. New notes are issued to replace notes withdrawn from circulation and to meet the net increase in demand for notes.

The increasing volume of notes exchanged between the Bank and financial institutions has resulted in part from an expanding number of automatic banking machines. Over 800 machines have been installed in each of the past five years, bringing the total in use in Canada to over 5,000. Easier access to bank notes appears to have led to greater public reliance on cash as a means of payment. In turn this has increased both the demand for notes by



financial institutions to stock their machines and the volume of notes returned to the Bank by those institutions that tend to receive more notes from their customers than they require. The turnover of notes has also tended to increase because of the higher quality of note required for use in automatic banking machines. This has resulted in more notes being withdrawn from circulation as unsuitable and more new notes being issued by the Bank.

In 1987 the Bank completed a multi-year program to install high-speed note handling equipment in all Agencies. This equipment is required to process the increased volumes of used bank notes and to maintain standards for the quality of notes reissued. It counts, authenticates and verifies denominations of used notes, sorts those to be reissued and shreds those no longer suitable for circulation.

Debt service

In 1987 the total volume of work involved in servicing the Government debt registered a decline. Decreases in the number of certificates redeemed and in the number of interest payments made more than offset an increase in work related to new issues of debt.

Canada Savings Bonds make up over 80 per cent of the total number of certificates processed and interest payments made. Regular-interest Canada Savings Bond certificates, which are prepared and registered by the Bank of Canada in the year of issue, increased dramatically in 1987 in line with the record sales of the 1987-88 Series of Canada Savings Bonds. In contrast, there was a decrease in processing associated with sales of compound-interest Canada Savings Bonds. This work largely takes place early in the year following the sales campaign; the reduction in 1987 reflected lower sales in 1986 than in the previous year.

During 1987, the Bank took further steps to improve the administration of the debt by the introduction of additional automated systems. These systems permit more economical and faster processing of redeemed bond certificates and of returned interest payments. In addition, in 1987 the printing and mailing of interest payments and statements for Canada Savings Bonds was transferred from the Bank to Supply and Services Canada. This move takes advantage of economies inherent in the processing operations at Supply and Services, which take place on a larger scale, are year-round, and are distributed across the country.

In recent years additional efficiencies have been achieved as a result of the increased quantity and precision of information provided by financial institutions to the Bank in machine-readable form. As well, efficiency has been enhanced by the elimination of most old-style Canada Savings Bond certificates and interest coupons, which did not lend themselves to automated handling; the last of the old-style issues matured in November 1985.

The combination of lower work volumes and increased efficiencies led to a decrease in the number of staff required by the Bank in 1987 to administer Government debt. This decrease accounted for a decline of almost 2 per cent in the total number of employee-years worked by Bank staff, as noted on the Statement of Revenue and Expense. Most of the decline occurred among temporary staff who are employed by the Bank to meet the annual peaks in work related to Canada Savings Bonds. These peaks result from the autumn Canada Savings Bond sales campaign and from the payments in November related to interest and to the redemption of maturing bonds.

The Canadian Depository for Securities

The Bank of Canada has been co-operating with the Canadian Depository for Securities Limited (CDS) in support of its efforts to bring further efficiencies to the clearing and settlement of securities transactions. In this regard, arrangements were completed in 1987 which will allow new Government of Canada domestic bond issues to be processed through the CDS New Issue Distribution Service for Canada Bonds. This service permits transactions in a new issue occurring before delivery to be settled among participants in the service. The first new issue of Government of Canada bonds to be processed through the service was the February 23, 1988 auction. The purpose of this issue was to refund the March 6 maturity.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars*

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Advances to CPA members	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
						Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1987									
January	+ 780	−1,055	+320	−110	−1,878	+401	−239	+1,629	+ 21
February	−1,001	− 32	−152	−165	+ 8	−451	+173	−1,086	+ 6
March	− 734	+1,050	−120	−135	+ 136	+613	− 88	− 582	− 19
April	+1,519	−1,054	−125	+ 87	+ 262	−234	+275	+ 104	+ 21
May	+ 273	+ 1	+215	+ 10	+ 293	+ 64	−354	+ 500	− 3
June	+ 838	− 4	−399	+ 14	+ 939	− 70	− 8	− 389	− 22
July	+ 291	− 1	+328	− 2	− 163	+131	+ 70	+ 544	+ 33
August	− 710	+ 298	−364	− 88	− 83	−108	+ 98	− 754	− 18
September	− 358	+ 323	−120	− 20	+ 101	−398	+138	− 7	− 10
October	+1,299	− 619	+141	+ 66	− 85	+326	−287	+ 482	+449
November	− 487	− 1	−171	+ 48	+ 209	−418	+254	− 436	−219
December	+ 274	+1,197	+377	+305	+1,797	+345	+ 13	− 31	+ 29
Annual change	+1,984	+ 103	− 69	+ 11	+1,536	+203	+ 46	− 25	+270
1988									
January	− 514	−1,200	− 56	−123	−2,155	−435	−191	+ 932	− 45

* Components may not add to totals because of rounding.

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves and Clearing Balances of Other Directly Clearing Members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1987					
January	1–15	5,437	3,156	2,281	2,305
	16–31				2,388
February	1–15	5,589	3,512	2,076	2,204
	16–28				2,177
March	1–15	5,329	3,057	2,272	2,319
	16–31				2,342
April	1–15	5,417	3,043	2,373	2,437
	16–30				2,457
May	1–15	5,499	3,000	2,499	2,572
	16–31				2,628
June	1–15	5,632	3,118	2,514	2,547
	16–30				2,611
July	1–15	5,613	3,106	2,507	2,563
	16–31				2,664
August	1–15	5,642	3,246	2,396	2,506
	16–31				2,483
September	1–15	5,581	3,353	2,229	2,264
	16–30*	5,668	3,396	2,272	2,346
October	1–15	5,678	3,420	2,258	2,363
	16–31				2,470
November	1–15	5,601	3,385	2,216	2,386
	16–30				2,284
December	1–15	5,838	3,407	2,431	2,463
	16–31				2,545
1988					
January	1–15	5,385	3,483	1,902	1,987
	16–31				2,023
February	1–15	5,563	4,021	1,542	1,606

*Data reflect the conversion of Montreal City and District Savings Bank to a chartered bank – Laurentian Bank of Canada – effective September 28, 1987.

Chartered bank cash reserves			Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
14	331	.017	80	21
17	1,812	.076		
14	1,782	.089	114	20
14	1,414	.071		
14	654	.034	86	22
16	1,106	.050		
15	959	.046	105	21
15	1,251	.059		
18	1,307	.052	87	20
13	1,677	.091		
15	495	.023	101	22
16	1,557	.068		
14	785	.039	119	22
18	2,821	.110		
14	1,545	.077	97	21
15	1,309	.061		
15	527	.025	120	21
15	1,093	.051		
15	1,581	.073	175	21
17	3,598	.147		
14	2,373	.120	211	20
15	1,024	.048		
15	477	.022	157	21
19	2,155	.079		
14	1,196	.062	165	20
14	1,692	.087		
15	952	.046		

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Advances to Members of the Canadian Payments Association and PRA Outstanding

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Purchase and Resale Agreements		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[2]
1987							
January	1–15	10	815.3	4	34.1	9	16.0
	16–31	11	785.6	10	529.1		
February	1–15	10	758.5	8	219.8	8	12.9
	16–28	10	748.5	1	90.3		
March	1–15	10	700.9	4	97.9	12	18.9
	16–31	12	700.0	10	294.9		
April	1–15	11	691.6	5	54.2	8	14.8
	16–30	10	678.4	6	81.6		
May	1–15	11	643.9	2	14.6	10	22.1
	16–31	9	648.9	5	109.5		
June	1–15	11	621.9	4	74.3	11	26.2
	16–30	11	595.0	8	274.8		
July	1–15	10	574.5	6	183.2	9	16.5
	16–31	12	577.9	6	260.3		
August	1–15	10	553.0	4	155.5	8	12.6
	16–31	11	516.3	2	30.0		
September	1–15	10	499.1	1	2.6	10	22.4
	16–30	11	460.6	6	145.8		
October	1–15	10	445.0	5	96.3	7	19.7
	16–31	11	455.0	7	218.7		
November	1–15	9	431.1	7	470.3	8	28.7
	16–30	11	386.1	7	68.1		
December	1–15	11	395.6	6	120.4	11	11.7
	16–31	10	420.8	4	117.4		
1988							
January	1–15	10	389.5	5	148.8	9	19.2
	16–31	10	379.6	5	283.2		
February	1–15	11	346.1	10	287.6		

[1] Advances to chartered banks and Purchase and Resale Agreements summed and divided by number of reservable days in the averaging period

[2] Advances to non-bank members of the Canadian Payments Association summed and divided by number of clearing days in the month

APPENDIX TABLE IV

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (−) investment dealers and banks							
	Treasury bills	Bonds				Bankers' acceptances	Total of bills, bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
		3 years and under	3–5 years	5–10 years	Over 10 years			
1987								
January	−2,299.0	–	–	–	–	–	−2,299.0	+1,710.3
February	+ 0.0	–	–	–	–	–	+ 0.0	− 807.3
March	− 645.0	–	–	–	–	–	− 645.0	− 239.3
April	+ 210.0	–	–	–	–	–	+ 210.0	− 663.7
May	− 475.0	–	–	–	–	–	− 475.0	+ 207.0
June	+ 0.0	–	–	–	–	–	+ 0.0	+ 487.0
July	+ 63.0	–	–	–	–	–	+ 63.0	+ 118.8
August	+ 55.0	–	−0.2	–	+0.2	–	+ 55.0	− 812.8
September	− 154.3	–	–	–	–	–	− 154.3	+ 0.0
October	+ 432.0	–	–	–	–	–	+ 432.0	+1,160.7
November	+ 911.0	–	–	–	–	–	+ 911.0	−1,160.7
December	+ 218.0	–	–	–	–	–	+ 218.0	+ 171.0
Total	−1,684.3	–	−0.2	–	+0.2	–	−1,684.3	+ 171.0
1988								
January	− 145.0	–	–	–	–	–	− 145.0	+1,139.6

(Continued)

APPENDIX TABLE IV (Continued)

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (−) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds				
+1,378.9	+ 85.0	− 81.3	+0.5	+ 700.9	+ 93.5	−	+ 794.4
− 53.7	+100.0	− 266.9	−1.5	−1,119.9	+ 90.5	−	−1,029.4
+ 678.2	− 87.1	− 455.4	+0.9	− 665.5	− 82.2	−	− 747.7
+2,353.2	+ 20.0	− 394.1	−	+1,509.4	+ 16.0	−	+1,525.4
+ 537.4	+ 47.6	− 34.4	−2.0	+ 235.0	+ 45.6	−	+ 280.6
+ 643.1	− 46.4	− 246.0	+1.5	+ 866.0	− 26.8	−	+ 839.2
+ 759.4	−149.4	− 454.4	−	+ 474.9	−137.5	−	+ 337.4
+ 303.0	+ 50.0	− 342.2	−	− 767.0	+ 20.0	−	− 747.0
+ 6.3	+ 63.5	− 292.4	−	− 440.4	+ 63.5	−	− 376.9
+ 236.1	+ 30.4	− 487.1	+1.0	+1,338.7	+ 34.4	−	+1,373.1
− 306.4	− 11.8	+ 55.3	−	− 497.8	− 14.8	−	− 512.6
+ 366.9	+ 9.8	− 510.6	+0.7	+ 245.3	+ 10.5	−	+ 255.8
+6,902.4	+111.6	−3,509.5	+1.1	+1,879.6	+112.7	−	+1,992.3
+ 614.0	+ 5.0	− 861.9	+2.8	− 481.3	+ 7.8	−	− 473.5

APPENDIX TABLE V

Government of Canada Marketable Securities: New Issues and Retirements

Date in 1987	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars					
Jan. 6	8½% March 1, 1992	5 yrs. 1 mo. 26 days	8.65	550	
Jan. 29	8% July 1, 1990	3 yrs. 5 mos. 3 days	8.17	150	
	8¼% March 1, 1994	7 yrs. 1 mo. 3 days	8.30	400	
	8¼% March 1, 1997	10 yrs. 1 mo. 3 days	8.40	425	
				975	
Feb. 1	15½% February 1, 1987				4[1]
Feb. 19	8% July 1, 1990	3 yrs. 4 mos. 10 days	7.74	175[2]	
	8¼% March 1, 1994	7 yrs. 10 days	8.18	175[3]	
	8¼% March 1, 1997	10 yrs. 10 days	8.32	375[4]	
	8½% June 1, 2011	24 yrs. 3 mos. 10 days	8.53	375	
				1,100	
Mar. 5	12% March 5, 1987				400[5]
	8% March 5, 1989	2 yrs.	8.03	600	
Mar. 12	7¼% April 1, 1992	5 yrs. 20 days	7.95	600	
Mar. 15	15% March 15, 1987				800[6]
	8% July 1, 1990	3 yrs. 3 mos. 17 days	7.89	275[7]	
	8¼% March 1, 1994	6 yrs. 11 mos. 17 days	8.20	225[8]	
	8¼% March 1, 1997	9 yrs. 11 mos. 17 days	8.32	325[9]	
	8½% June 1, 2011	24 yrs. 2 mos. 17 days	8.63	375[10]	
				1,200	
Mar. 18					14[11]
					11[12]
					7[13]
					18[14]
					5[15]
Apr. 16	7½% August 1, 1990	3 yrs. 3 mos. 15 days	7.73	500	
	7¼% July 15, 1994	7 yrs. 2 mos. 29 days	7.97	400	
				900	
May 1	12¼% May 1, 1987				650[16]
	8½% March 1, 1992	4 yrs. 10 mos.	8.82	475[17]	
	8¼% June 1, 1996	9 yrs. 1 mo.	9.03	200[18]	
	9% March 1, 2011	23 yrs. 10 mos.	9.23	325[19]	
				1,000	
May 21	9¼% July 1, 1992	5 yrs. 1 mo. 11 days	9.34	500	
June 1	13% June 1, 1987				375[20]
	14¼% June 1, 1987				250[21]
	9% August 1, 1990	3 yrs. 2 mos.	9.27	225[22]	
	9¼% May 1, 1996	8 yrs. 11 mos.	9.50	650[23]	
				875	

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

Government of Canada Marketable Securities: New Issues and Retirements

Date in 1987		Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
					Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars						
June	6	10% June 6, 1987				450[24]
		9% June 6, 1989	2 yrs.	9.16	550	
June	18	9¼% October 1, 1994	7 yrs. 3 mos. 13 days	9.40	450	
July	1	8¼% July 1, 1987				525[25]
		15% July 1, 1987				1[26]
		8¾% December 15, 1991	4 yrs. 5 mos. 14 days	9.10	250[27]	
		9¼% May 1, 1996	8 yrs. 10 mos.	9.20	425[28]	
		9½% June 1, 2010	22 yrs. 11 mos.	9.50	325[29]	
					1,000	
July	23	9% September 1, 1991	4 yrs. 1 mo. 9 days	9.13	500	
July	30	9¼% October 1, 1994	7 yrs. 2 mos. 2 days	9.57	450[30]	
Aug.	13	9¼% July 1, 1992	4 yrs. 10 mos. 19 days	9.70	275[31]	
		9¾% October 1, 1997	10 yrs. 1 mo. 19 days	9.90	475	
					750	
Sept.	1	13½% September 1, 1987				150[32]
		14¼% September 1, 1987				1[33]
		9% August 1, 1990	2 yrs. 11 mos.	9.56	300[34]	
		9¼% July 1, 1992	4 yrs. 10 mos.	9.67	350[35]	
		9¾% October 1, 1997	10 yrs. 1 mo.	9.97	225[36]	
		10% June 1, 2008	20 yrs. 9 mos.	10.20	225[37]	
					1,100	
Sept.	6	9¼% September 6, 1987				500[38]
		9¼% September 6, 1989	2 yrs.	9.86	550	
Sept.	24	10¼% June 1, 1992	4 yrs. 8 mos. 7 days	10.68	500[39]	
Oct.	1	5% October 1, 1987				94[40]
Oct.	15	13% October 15, 1987				450[41]
		10¼% December 15, 1990	3 yrs. 2 mos.	10.62	200[42]	
		10¼% June 1, 1992	4 yrs. 7 mos. 17 days	10.70	350[43]	
		10¾% March 15, 1998	10 yrs. 5 mos.	10.95	250	
		11% June 1, 2009	21 yrs. 7 mos. 17 days	11.17	300[44]	
					1,100	
Nov.	5	10¾% May 1, 1993	5 yrs. 5 mos. 26 days	10.34	500[45]	
Nov.	15	12% November 15, 1987				475[46]
		9¾% October 1, 1997	9 yrs. 10 mos. 16 days	9.89	450[47]	
Dec.	1	8% December 1, 1987				0[48]

Date in 1987		Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
					Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars						
Dec.	6	9¼% December 6, 1987				500[49]
		9¼% December 6, 1989	2 yrs.	9.34	500	
Dec.	15	11% December 15, 1987				900[50]
		9¾% May 1, 1991	3 yrs. 4 mos. 17 days	10.10	200[51]	
		10¼% March 1, 1996	8 yrs. 2 mos. 17 days	10.36	475[52]	
		10½% October 1, 2004	16 yrs. 9 mos. 17 days	10.53	275[53]	
					950	
		Total bonds payable in Canadian dollars			17,650	6,580
		Total treasury bills			200,950	196,450
Issues payable in foreign currencies						
Mar.	8	SFr 400 million 7¼% notes due March 8, 1987				341[54]
Mar.	20					10[55]
Apr.	15					1[56]
June	1	US $50 million 16⅛% notes due June 1, 1987				67[57]
June	16	US $750 million 14⅛% notes due June 16, 1987				1,006[58]
June	25	Yen 80,000 million 4⅛% bonds due June 25, 1992	5 yrs.		727[59]	
Oct.	15	US $44 million 5% bonds due October 15, 1987				57[60]
Nov.	15	SFr 300 million 4⅞% notes due November 15, 1987				282[61]
		Total notes and bonds payable in foreign currencies			727	1,764
		Total Canada Bills*			7,949	7,837

* Canada Bills are short-term U.S.-dollar-denominated notes issued for terms not exceeding 270 days.

(1) Maturity of 15½% bonds issued February 1, 1982, August 1, 1982

(2) In addition to $150 million of 8% bonds due July 1, 1990 already outstanding

(3) In addition to $400 million of 8¼% bonds due March 1, 1994 already outstanding

(4) In addition to $425 million of 8¼% bonds due March 1, 1997 already outstanding

(5) Maturity of 12% bonds issued March 26, 1985

(6) Maturity of 15% bonds issued March 31, 1982, May 1, 1982

(7) In addition to $325 million of 8% bonds due July 1, 1990 already outstanding

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

(8) In addition to $575 million of 8¼% bonds due March 1, 1994 already outstanding
(9) In addition to $800 million of 8¼% bonds due March 1, 1997 already outstanding
(10) In addition to $375 million of 8½% bonds due June 1, 2011 already outstanding
(11) Cancellation of $13.5 million of 9½% October 1, 2003 bonds
(12) Cancellation of $10.9 million of 9% October 15, 1999 bonds
(13) Cancellation of $7.3 million of 9½% June 15, 1994 bonds
(14) Cancellation of $18.0 million of 9¼% May 15, 1997 bonds
(15) Cancellation of $4.5 million of 8¾% February 1, 2002 bonds
(16) Maturity of 12¼% bonds issued May 8, 1984, August 22, 1984, September 12, 1984, October 1, 1984
(17) In addition to $550 million of 8½% bonds due March 1, 1992 already outstanding
(18) In addition to $1,975 million of 8¾% bonds due June 1, 1996 already outstanding
(19) In addition to $1,300 million of 9% bonds due March 1, 2011 already outstanding
(20) Maturity of 13% bonds issued June 1, 1984, June 19, 1984, July 11, 1984
(21) Maturity of 14¾% bonds issued June 1, 1982
(22) In addition to $500 million of 9% bonds due August 1, 1990 already outstanding
(23) In addition to $475 million of 9¼% bonds due May 1, 1996 already outstanding
(24) Maturity of 10% bonds issued June 6, 1985
(25) Maturity of 8¼% bonds issued July 1, 1977, September 1, 1977, December 15, 1977
(26) Maturity of 15% bonds issued July 1, 1982
(27) In addition to $1,600 million of 8¾% bonds due December 15, 1991 already outstanding
(28) In addition to $1,125 million of 9¼% bonds due May 1, 1996 already outstanding
(29) In addition to $325 million of 9½% bonds due June 1, 2010 already outstanding
(30) In addition to $450 million of 9¼% bonds due October 1, 1994 already outstanding
(31) In addition to $500 million of 9¼% bonds due July 1, 1992 already outstanding
(32) Maturity of 13½% bonds issued August 1, 1984
(33) Maturity of 14¼% bonds issued September 1, 1982
(34) In addition to $725 million of 9% bonds due August 1, 1990 already outstanding
(35) In addition to $775 million of 9¼% bonds due July 1, 1992 already outstanding
(36) In addition to $475 million of 9¼% bonds due October 1, 1997 already outstanding
(37) In addition to $325 million of 10% bonds due June 1, 2008 already outstanding
(38) Maturity of 9¼% bonds issued September 6, 1985
(39) In addition to $750 million of 10¼% bonds due June 1, 1992 already outstanding
(40) Maturity of 5% CNR bonds issued October 1, 1960
(41) Maturity of 13% bonds issued October 15, 1982
(42) In addition to $375 million of 10¼% bonds due December 15, 1990 already outstanding
(43) In addition to $1,250 million of 10¼% bonds due June 1, 1992 already outstanding
(44) In addition to $625 million of 11% bonds due June 1, 2009 already outstanding
(45) In addition to $1,050 million of 10¼% bonds due May 1, 1993 already outstanding
(46) Maturity of 12% bonds issued November 1, 1982, April 1, 1984, October 24, 1984
(47) In addition to $700 million of 9¼% bonds due October 1, 1997 already outstanding
(48) Maturity of 8% bonds issued December 1, 1980
(49) Maturity of 9¼% bonds issued December 6, 1985
(50) Maturity of 11% bonds issued December 15, 1982, August 1, 1983, September 1, 1983, December 15, 1984
(51) In addition to $625 million of 9¼% bonds due May 1, 1991 already outstanding
(52) In addition to $350 million of 10¼% bonds due March 1, 1996 already outstanding
(53) In addition to $600 million of 10½% bonds due October 1, 2004 already outstanding
(54) Maturity of SFr 400 million of 7¼% notes issued March 8, 1982
(55) Cancellation of SFr 12 million of 3½% bonds due March 20, 1989 for purchase fund
(56) Partial redemption at par of US $0.8 million of 5% bonds due October 15, 1987 for sinking fund
(57) Maturity of US $50 million of 16⅛% notes assumed by Canada on February 12, 1986. Originally issued by Canadair on June 1, 1982
(58) Maturity of US $750 million of 14⅛% notes issued June 16, 1982
(59) Issued in the Euro-Yen market. Proceeds were swapped into a variable rate U.S. dollar liability based on 6-month LIBOR minus about 50 basis points
(60) Maturity of US $44 million of 5% bonds issued October 15, 1962
(61) Maturity of SFr 300 million of 4⅞% notes issued May 15, 1984

BANK OF CANADA Statement of Revenue and Expense

Year Ended December 31, 1987
(with comparative figures for 1986)

	1987	1986
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources, net of interest paid on deposits of $11,378 ($6,601 in 1986)	$2,007,604	$2,092,189
EXPENSE		
Salaries[1]	$ 64,668	$ 62,234
Contributions to pension and insurance funds[2]	7,640	7,040
Other staff expenses[3]	1,741	1,411
Directors' fees	114	109
Auditors' fees and expenses	495	740
Taxes – municipal and business	8,100	8,161
Banknote costs	35,713	32,561
Data processing and computer costs	6,005	5,745
Premises maintenance – net of rental income[4]	16,810	14,805
Printing of publications	582	541
Other printing and stationery	2,031	2,119
Postage and express	1,572	2,158
Telecommunications	1,545	1,574
Travel and staff transfers	2,063	2,009
Other expenses	2,126	2,067
	151,205	143,274
Depreciation on buildings and equipment	12,502	12,449
	163,707	155,723
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	$1,843,897	$1,936,466

(1) Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,246 in 1987 compared with 2,289 in 1986.
(2) Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.
(3) Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.
(4) Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1987
(with comparative figures for 1986)

ASSETS	1987	1986
	(thousands of dollars)	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	$ 305,819	$ 314,896
Other currencies	4,877	8,159
	310,696	323,055
Advances to members of the Canadian Payments Association (note 2)	798,251	867,531
Investments — at amortized values (note 3):		
Treasury bills of Canada	9,676,651	7,803,859
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	2,603,372	2,969,430
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	7,915,185	7,437,840
Other investments	1,187,027	1,024,157
	21,382,235	19,235,286
Bank premises (note 4)	141,290	138,472
Accrued interest on investments	320,732	323,363
Other assets	69,995	57,008
	$23,023,199	$20,944,715

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES	1987	1986
	(thousands of dollars)	
Capital paid up (note 5)	$ 5,000	$ 5,000
Rest fund (note 6)	25,000	25,000
Notes in circulation	19,447,407	17,911,360
Deposits:		
Government of Canada	23,330	48,647
Chartered banks	2,648,949	2,446,039
Other members of the Canadian Payments Association	287,129	241,211
Other deposits	428,656	159,132
	3,388,064	2,895,029
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	134,409	86,992
Other	12	27
	134,421	87,019
Bank of Canada cheques outstanding	16,448	11,351
Other liabilities	6,859	9,956
	$23,023,199	$20,944,715

Governor, J. W. CROW — Chief Accountant, J. E. H. CONDER

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1987 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1987 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

ARTHUR ANDERSEN & CO. — **ERNST & WHINNEY**

Ottawa, Canada, January 27, 1988.

BANK OF CANADA Notes to the Financial Statements
December 31, 1987

1. Significant Accounting Policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a. Revenues and Expenses

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b. Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d. Bank Premises

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

e. Pension plan

The Bank's contributions to the Pension Fund are recorded as expenses at the time they are made. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

2. Advances to Members of the Canadian Payments Association

Advances include a total of $362,151,392 ($790,831,007 in 1986) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. The liquidators appointed by the courts were also appointed as agents of the Bank of Canada for the purpose of realizing on the loan portfolios held as security against the respective advances. On the basis of the information available at December 31, 1987, it is the opinion of the Bank of Canada that its advances will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

3. Investments

Investments include securities of the Government of Canada totalling $164,942,690 (nil in 1986) held under Purchase and Resale Agreements.

4. Bank Premises

	(thousands of dollars) 1987			1986
	Cost	Accumulated depreciation	Net	Net
Land and buildings	$169,262	$58,557	$110,705	$ 84,752
Computer equipment	29,331	21,755	7,576	8,758
Other equipment	38,909	23,964	14,945	14,553
	237,502	104,276	133,226	108,063
Projects in progress	8,064	–	8,064	30,409
	$245,566	$104,276	$141,290	$138,472

5. Capital

The authorized capital of the Bank is $5,000,000 divided into 100,000 shares of the par value of $50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest Fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of $25,000,000 in 1955. Subsequently all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Contingent Liability

The Bank has agreed with the Bank for International Settlements to participate in an international initiative to provide credit facilities to the International Monetary Fund. The Bank's potential liability under this agreement, which expires in June 1988, is limited to the placing of deposits with the Bank for International Settlements, if required, to finance loans made under the facility. Pursuant to the agreement, as at December 31, 1987, the Bank was contingently liable in the amount of SDR 87,140,443 ($160,622,816).

Board of Directors

JOHN W. CROW	OTTAWA Governor *Member of the Executive Committee*
GORDON G. THIESSEN	OTTAWA Senior Deputy Governor *Member of the Executive Committee*
GAIL C.A. COOK	TORONTO, ONT. *Member of the Executive Committee*
EDWARD F. CREASE	HALIFAX, N.S. *Member of the Executive Committee*
YVES L. DUHAIME	ST-JEAN-DES-PILES, QUE. *Member of the Executive Committee*
BRIAN R. HEIDECKER	CORONATION, ALTA.
FREDERICK E. HYNDMAN	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
HAROLD W. LANE	SASKATOON, SASK.
LESLIE M. LITTLE, Q.C.	VANCOUVER, B.C. *Member of the Executive Committee*
JAMES A. MACMURRAY	SAINT JOHN, N.B.
SUSAN H. PATTEN	ST. JOHN'S, NFLD.
ERNEST G. PENNER	STEINBACH, MAN.
JOHN F. ROBINSON	LONDON, ONT.
GUYLAINE SAUCIER	MONTREAL, QUE.

Ex-officio

STANLEY H. HARTT	OTTAWA Deputy Minister of Finance *Member of the Executive Committee*

Principal Officers

J. W. Crow, *Governor*
G. G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

A. Jubinville, *Deputy Governor*
W. A. McKay, *Director of Administration*
S. Vachon, *Adviser*[1]
C. Freedman, *Adviser*
W. R. White, *Adviser*
J. S. Roberts, *Associate Adviser*[2]

Securities Department
V. O'Regan, *Chief*
L. T. Requard, *Deputy Chief*
I. D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
S. L. Harris, *Securities Adviser*
J. F. Dingle, *Securities Adviser*[3]
P. E. Demerse, *Securities Adviser*
D. R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department
W. P. Jenkins, *Chief*
D. E. Rose, *Deputy Chief*
J. P. Aubry, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis
J. A. P. Duguay, *Chief*
R. B. Montador, *Deputy Chief*
D. J. Longworth, *Research Adviser*
C. A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department
D. R. Stephenson, *Chief*
J. D. Murray, *Deputy Chief*
D. J. Powell, *Research Adviser*
N. Close, *Senior Foreign Exchange Adviser, Toronto*

Department of Banking Operations
D. G. M. Bennett, *Chief*
W. R. Melbourn, *Deputy Chief*
G. B. May, *Deputy Chief*
C. A. St. Louis, *Banking Operations Adviser*
C. R. Tousaw, *Agent, Toronto and Banking Operations Adviser*
A. G. Keith, *Agent, Calgary and Regional Financial Representative*

J. N. R. Wilson, *Deputy Governor*
J. Bussières, *Adviser*
F. Faure, *Adviser*
T. E. Noël, *Adviser and Secretary*
A. C. Lamb, *Adviser*
J. Clément, *Associate Adviser*

Public Debt Department
G. M. Pike, *Chief*

Secretary's Department
T. E. Noël, *Secretary*
R. L. Flett, *Associate Secretary*
H. A. D. Scott, *Special Adviser*
J. M. McCormack, *Program Coordinator, Debt Systems*

Automation Services Department
D. W. MacDonald, *Chief*

Personnel Department
C. J. Stephenson, *Chief*
V. L. Bethell, *Deputy Chief*
P. E. Cloutier, *Personnel Adviser*

Department of Premises Management
R. H. Osborne, *Chief*
K. W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department
J. E. H. Conder, *Comptroller and Chief Accountant*
J. Cosier, *Deputy Comptroller*

Audit Department
J. M. E. Morin, *Auditor*
M. Muzyka, *Deputy Auditor*

---

(1) Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
(2) On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association
(3) Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO	D. R. CAMERON, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL	J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER	L.-R. LAFLEUR, *Representative*

International Department

TORONTO	N. CLOSE, *Senior Foreign Exchange Adviser*
MONTREAL	G. HOOJA, *Foreign Exchange Adviser*

Department of Banking Operations

HALIFAX	R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B.	K. T. MCGILL, *Agent*
MONTREAL	J. G. M. SABOURIN, *Agent*
	J. R. M. S. POIRIER, *Assistant Agent – Operations*
OTTAWA	R. DUPONT, *Agent*
TORONTO	C. R. TOUSAW, *Agent and Banking Operations Adviser*
	P. W. CLIFFEN, *Deputy Agent*
	W. H. WATSON, *Assistant Agent*
WINNIPEG	A. H. POTTER, *Agent*
REGINA	G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY	A. G. KEITH, *Agent and Regional Financial Representative*
	C. P. DESAUTELS, *Deputy Agent*
VANCOUVER	G. H. SMITH, *Agent*

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1987

CN ISSN 0067-3587
893-49-90-223

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Imprimé au Canada

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 29 février 1988

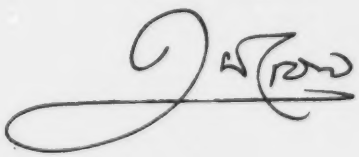
L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1987 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Gouverneur,



BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1987

Observations d'ordre général 5

L'évolution de la situation économique et financière
La demande, la production et l'inflation 11
L'évolution financière 17
L'évolution internationale 25

Les opérations de la Banque du Canada
Les avances et les opérations sur titres 33
La gestion de la dette publique et du Trésor 35
Les opérations de change 39
La monnaie, le service de la dette et les opérations bancaires 41

Tableaux en annexe 45

États financiers 57

Conseil d'administration 62

Principaux cadres 63

Représentants régionaux et Agences 64

Observations d'ordre général

Dans l'ensemble, l'économie canadienne s'est plutôt bien comportée en 1987. La production a progressé rapidement, le chômage a diminué et, à mesure que l'année avançait, les régions de l'Atlantique et de l'Ouest du pays ont davantage bénéficié de l'expansion économique, qui jusque-là avait surtout été concentrée dans les régions centrales du Canada. Que notre économie ait affiché une si bonne tenue la cinquième année d'une phase d'expansion constitue un motif de grande satisfaction. Mais au fond ce qui importe c'est de trouver la façon de soutenir cette expansion. À cet égard, j'aimerais mentionner que notre performance en matière de coûts et de prix n'a pas été aussi satisfaisante. En effet, nous n'avons pas accompli de nouveaux progrès sur ce plan, et même certains indices témoignent d'une intensification des pressions sur les coûts au cours de l'année.

Bien que, en 1987, la production et l'emploi aient augmenté plus rapidement au Canada que chez nos principaux partenaires commerciaux, il reste que notre économie a continué de bénéficier de l'expansion qui se poursuivait à l'échelle mondiale. De fait, les possibilités qu'offre l'accès grandissant à des marchés diversifiés d'envergure mondiale ont largement contribué à l'amélioration des niveaux de vie partout dans le monde depuis une quarantaine d'années. Comme la tenue de l'économie canadienne est tout particulièrement sensible à la conjoncture internationale et puisqu'en 1987 la scène économique internationale a été spécialement fertile en événements, je commencerai par évoquer les principaux événements et problèmes qui ont marqué la situation économique internationale au cours de l'année.

La conjoncture internationale

Au cours des cinq dernières années, les grands pays industriels ont connu une croissance économique soutenue et leurs taux d'inflation ont considérablement diminué. Ce n'est que récemment que sont apparus quelques signes de pressions excessives du côté de la demande et d'une accélération de l'inflation, signes qui habituellement annoncent la fin d'une période de croissance économique. Cette progression de l'économie contredit les pronostics plutôt sombres sur l'avenir de l'économie, qui étaient monnaie courante il y a quelques années à peine.

Bien que les facteurs qui entraînent habituellement une récession ne soient pas très manifestes à l'heure actuelle, on ne peut nier que l'importance des déséquilibres qui persistent dans les grands pays industriels en matière de finances publiques et de commerce international compromet la poursuite de l'expansion. Ces déséquilibres comptent parmi les séquelles de l'inflation mondiale des années 70 et traduisent les effets divergents produits par les différentes conjugaisons des politiques monétaires et budgétaires mises en œuvre pour combattre l'inflation dans divers pays. En raison de l'adoption par les États-Unis, au début des années 80, d'une politique budgétaire fortement expansionniste, la politique monétaire a dû prendre une orientation encore plus restrictive, ce qui a donné lieu dans ce pays à une conjoncture caractérisée par des taux d'intérêt anormalement élevés et par une appréciation du dollar, tandis que s'accroissaient le déficit budgétaire et le déficit de la balance commerciale.

La persistance de ces déséquilibres budgétaires et commerciaux a fini par miner la

vigueur du dollar É.-U. et explique la faiblesse constante que celui-ci a affichée au cours des trois dernières années. Ces déséquilibres ont également été à l'origine d'une grande part de l'instabilité accrue qui a marqué les marchés des changes et les autres marchés financiers ces dernières années. Tels sont les facteurs qui font douter de la viabilité de l'expansion économique actuelle.

En fait, l'économie mondiale a fort heureusement continué à progresser en 1987. La croissance généralement soutenue de l'activité économique a de quoi étonner si l'on tient compte du fait que, en même temps, s'est amorcé un rééquilibrage important — et bien nécessaire — des finances publiques et des balances des paiements. Les résultats assez satisfaisants obtenus jusqu'à maintenant sont en partie attribuables à un assainissement du climat qui entoure la mise en œuvre des politiques économiques.

Des mesures s'attaquant aux causes profondes des déséquilibres internationaux ont été arrêtées dans le cadre de l'accord du Louvre intervenu en février 1987 et ont fait l'objet d'un suivi lors de réunions subséquentes du Groupe des sept, dont le Canada est membre. À la réunion de février, les ministres des finances et les gouverneurs de banques centrales ont souligné l'importance de réduire les déséquilibres les plus considérables en procédant, à moyen terme, à des ajustements concordants de leurs politiques et, par la même occasion, ont reconnu la nécessité de recourir à des mesures à plus court terme pour favoriser un fonctionnement plus ordonné des marchés des changes.

Ce qui a particulièrement facilité les choses, c'est le consensus qui se dessine aux États-Unis autour de la nécessité d'effectuer des ajustements sur le plan de la demande intérieure afin de diminuer la forte dépendance de celle-ci à l'égard de l'épargne en provenance de l'étranger. Dans ce contexte, le gouvernement américain a pu réduire son déficit budgétaire, ce qui a contribué à limiter les risques d'aggravation de l'inflation. Par contre, au Japon et, dans une moindre mesure, en Allemagne, les politiques mises en œuvre en 1987 visaient à stimuler la demande intérieure, et la production a continué à progresser en dépit d'un fléchissement des commandes venant d'outre-mer attribuable à l'évolution des taux de change.

Mais si nous relevons avec satisfaction que l'application de meilleures politiques a favorisé une nouvelle progression de l'économie en 1987, nous n'affirmons pas pour autant qu'ont été réglés les problèmes représentant pour les pays industriels un défi commun. De toute évidence, la situation des États-Unis sur le plan des échanges commerciaux s'est nettement améliorée en volume, et, ces derniers temps, elle s'est aussi redressée en valeur. Cependant, le financement du déficit encore très élevé de la balance des paiements américaine constitue toujours un problème qui touche le monde entier. En Allemagne et au Japon, les excédents qu'ont enregistrés les balances commerciales demeurent importants, même si celui du Japon a quelque peu diminué au cours de l'année.

J'ai fait remarquer que l'apparence d'une absence de progrès a été une cause majeure d'inquiétude et d'incertitude sur les marchés financiers en 1987. Le taux de rendement des titres à long terme aux États-Unis a fait l'objet de pressions à la hausse pendant une bonne partie de l'année. Ce phénomène reflétait la crainte d'un afflux insuffisant de capitaux étrangers et d'une nouvelle baisse du dollar É.-U. qui viendrait aggraver les pressions inflationnistes dans une économie où la marge de capacité de production inutilisée semblait déjà très faible.

La dégringolade des cours boursiers qui s'est produite en octobre sur presque toutes les places financières du monde a été une autre manifestation concrète de la gravité des craintes et des incertitudes qui régnaient sur les marchés. Bien que le krach boursier soit attribuable à plusieurs facteurs, la crainte que les pressions sur le taux de change et les pressions inflationnistes aux États-Unis ne poussent les taux d'intérêt à un niveau encore plus élevé et n'entraînent une détérioration de la conjoncture économique mondiale a joué un rôle important dans son déclenchement.

La soudaineté et l'ampleur de la chute des cours boursiers ont présenté un défi bien particulier aux autorités monétaires de par le monde. Dans les heures qui ont suivi cette

chute, il a fallu injecter un volume important de liquidités supplémentaires dans le système financier. L'objectif visé était d'empêcher que le problème des marchés boursiers ne devienne un problème général, tant sur les marchés financiers que pour l'ensemble de l'économie, et l'opération a réussi.

Il reste que le dollar américain a fléchi considérablement vers la fin de 1987. La baisse est toutefois survenue au cours de la période d'atonie qui a succédé à l'effondrement des marchés boursiers et n'a pas suscité cette crainte de l'inflation qui avait perturbé les marchés financiers internationaux auparavant. Au moment de la rédaction de ce Rapport, soit dans les premiers mois de 1988, la scène économique internationale était encore agitée. Néanmoins, les taux d'intérêt sont redescendus de leurs sommets de 1987, et les marchés semblent un peu plus optimistes quant aux possibilités de progression vers un meilleur équilibre de l'économie mondiale.

L'inquiétude au sujet de l'instabilité des marchés financiers et des perspectives économiques des nations industrielles a gardé en relief un autre problème, à savoir les difficultés de longue date liées au fardeau que représente l'endettement de nombreux pays du Tiers-Monde. Ces pays, les banques créancières et les organismes internationaux font face à ces problèmes d'endettement depuis plus de cinq ans. Ils ont poursuivi leurs efforts en 1987 et ont connu tantôt des succès, tantôt des revers.

Dans un contexte d'expansion continue de l'économie mondiale, les prix des produits de base exportés par certains pays endettés ont augmenté, en particulier lorsqu'ils sont exprimés en dollars É.-U. De plus, de nouveaux instruments financiers sont venus s'ajouter à la panoplie de modalités de financement déjà utilisées par les pays débiteurs et leurs créanciers. Par conséquent, certains de ces pays devraient maintenant avoir plus de latitude pour assurer le service de leur dette. Et, avec le temps bien sûr, les banques ont pu accumuler un bon coussin de capital et de réserves.

Pourtant, les difficultés qui subsistent n'ont été que trop évidentes. Le ralentissement du rythme auquel les banques s'engagent à accorder de nouveaux concours aux pays endettés, l'annonce unilatérale au début de 1987 par le gouvernement brésilien d'un moratoire sur le service de sa dette et la lenteur manifeste avec laquelle de nombreux pays adoptent des politiques réalistes de gestion de la demande et effectuent les réformes structurelles nécessaires sont autant de facteurs qui font ressortir les risques subsistant dans ce domaine.

Conscient des problèmes qui accablent les pays les plus démunis, le Canada participe à une démarche spéciale visant à mettre à la disposition de ces pays un volume considérablement accru de ressources à caractère concessionnel par l'entremise du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale. Le Canada a également annoncé son intention de convertir en subsides certains des prêts qu'il leur avait octroyés.

Bien qu'évidemment moins grave que celle des pays les plus démunis, la situation de nombreux pays en développement à revenu moyen demeure, elle aussi, difficile, comme l'explique la section de ce Rapport consacrée à une revue plus détaillée de la conjoncture internationale. Pour que ces pays parviennent à gérer leurs dettes de façon à pouvoir en assurer le service et poursuivre leur croissance, il faudra un nouvel esprit de coopération et une réaffirmation de l'engagement de toutes les parties intéressées. Si la diversité des situations exige qu'on procède cas par cas pour trouver des solutions aux problèmes des pays endettés, il y va du plus grand intérêt de chacun d'eux que, en matière de commerce international, soit maintenue une attitude d'ouverture propice à l'accroissement des échanges, de manière que tous puissent, par le biais des recettes d'exportation, se procurer les devises dont ils ont besoin pour assurer le service de leur dette.

C'est surtout à ce dernier égard qu'on peut trouver des raisons de nourrir un optimisme prudent. Que ce soit parce que l'évolution des taux de change commence enfin à se répercuter sur le profil des échanges commerciaux, ou parce que les pouvoirs publics discernent mieux les dangers qu'il y aurait à répéter les erreurs des années 30, il reste que, en général, le sentiment protectionniste semble effectivement avoir perdu

de sa virulence au cours de l'année dernière. Au Canada, nous devons particulièrement nous réjouir de ce fait. Une victoire du protectionnisme nuirait à la prospérité et assombrirait les perspectives des pays développés aussi bien que celles des pays en développement et, comme je l'ai déjà mentionné, le Canada dépend du commerce international pour assurer sa prospérité bien plus que la plupart des autres pays.

La situation économique au Canada

Malgré le climat d'incertitude qui a caractérisé la conjoncture internationale, l'économie canadienne a connu une croissance très vigoureuse tout le long de 1987. La demande intérieure a été le principal moteur de cette expansion. Les Canadiens ont été de gros consommateurs et ont encore réduit le rythme d'accumulation de leurs épargnes. La relance des investissements des entreprises a donné encore plus d'élan à la croissance économique. Un aspect particulièrement encourageant de l'expansion enregistrée l'année dernière a été la répartition plus égale de l'activité économique entre les diverses régions du Canada. Le renchérissement depuis le printemps dernier d'un certain nombre de produits de base importants dont les cours étaient trop faibles par rapport aux coûts sous-jacents a contribué, dans les provinces de l'Atlantique et de l'Ouest, à des hausses marquées de l'emploi et de l'investissement et à un regain de confiance chez les consommateurs.

En ce qui concerne la politique monétaire, la question qui s'est posée à la Banque du Canada en 1987 a été de savoir, étant donné la forte progression de la demande, quelle était la meilleure façon de favoriser le maintien et la généralisation de la bonne tenue de l'économie.

Comme première explication des mesures de politique monétaire que nous avons prises l'an dernier, je ferai deux observations. La première, c'est qu'il est impossible de parvenir à la prospérité économique par le biais de politiques qui favorisent la continuation de l'inflation ou, pis encore, qui n'en empêchent pas l'accélération. La seconde observation, qui reprend ce que j'ai déjà mentionné, c'est que nous n'avons réalisé aucun progrès au chapitre de l'inflation en 1987. Il y a même eu des indices — ceux-ci sont passés en revue dans la section du Rapport qui porte sur la demande, la production et l'inflation — que les pressions sur les coûts, et par conséquent sur les prix, recommençaient en fait à s'intensifier.

Au cours de 1987, des secteurs importants de l'économie canadienne ont commencé à tourner à plein régime, certains dépassant même les limites de leurs capacités. Le jeu des forces à l'œuvre sur ces marchés risquait alors d'intensifier l'inflation au lieu de l'atténuer.

Bien sûr, la tentation est toujours grande de différer l'application d'une politique monétaire restrictive en prétextant que les signes de l'accélération de l'inflation sont seulement localisés ou que le cours prévu des événements va dans le sens d'une atténuation, voire d'un renversement, des pressions inflationnistes. À cet égard, l'expérience du début des années 70 est instructive. À l'origine, les pressions sur les prix ne se répercutaient que sur un nombre limité de secteurs d'activité, mais en deux ans à peine l'inflation s'était généralisée et son rythme de progression avait presque triplé. Et cela s'est produit avant la flambée des cours mondiaux du pétrole. Avec le recul, nous constatons maintenant que la politique monétaire, au Canada comme ailleurs, aurait dû réagir à la situation de façon plus vigoureuse. En l'occurrence, la conjoncture d'alors s'est soldée par une forte augmentation du taux d'inflation, qui a conduit à une hausse marquée des taux d'intérêt, et par dix années difficiles sur le plan économique, soit tout le contraire de ce qui était visé au départ.

On ne peut évidemment pas mettre tous ces maux sur le compte de l'inflation. Il ne fait cependant aucun doute que les incertitudes, les tensions et les distorsions occasionnées par le dérapage général des prix ont aggravé sérieusement les autres problèmes économiques qui nous assaillaient et les ont rendus encore plus difficiles à surmonter. On a félicité les banques centrales, non sans une certaine ironie il faut le reconnaître, d'avoir dégagé des leçons du krach de 1929. Elles devraient donc, à plus forte raison, avoir tiré des enseignements d'une expérience aussi récente que celle du début des années 70.

Pour contribuer véritablement à prévenir l'inflation, la politique monétaire doit réagir à point nommé aux pressions inflationnistes. Attendre que l'inflation s'accélère, c'est déjà trop attendre, car le prix qu'il faut alors payer pour la combattre est beaucoup plus élevé. C'est principalement pour cette raison que la Banque a commencé, au printemps de 1987, à resserrer les conditions monétaires. Nous avions observé des hausses rapides et continues des taux d'utilisation des capacités de production et de la dépense globale. De plus, le rythme de croissance des agrégats monétaires au sens large M2 et M2+ s'était vivement accéléré, de même que celui du crédit aux ménages. Les taux d'intérêt à long terme augmentaient au Canada comme aux États-Unis, ce qui reflétait la crainte d'une recrudescence de l'inflation qui se propageait dans ces marchés. Il aurait été tout à fait imprudent de pratiquer des politiques qui ne tenaient pas compte de tant de signaux, convergeant tous vers la même conclusion.

De fait, ces signaux auraient pu justifier des mesures encore plus vigoureuses n'eussent été les disparités des situations économiques entre les diverses régions du pays et, plus tard au cours de l'année, la possibilité que la chute des cours boursiers survenue en octobre ne provoque un ralentissement de l'activité économique. Les décisions en matière de politique monétaire ont été prises à la lumière d'un examen attentif de ces deux facteurs.

Pour ce qui est des considérations relatives aux régions, j'aimerais souligner que la Banque est très bien renseignée sur l'évolution de la situation dans chaque région et dans chaque secteur industriel grâce à l'information qui lui parvient de diverses façons. Cependant, le fait que nous soyons bien informés des disparités régionales ne signifie pas pour autant que nous sommes en mesure d'y remédier. La raison fondamentale en est que, de par sa nature, la politique monétaire a une portée nationale, et, si nous prenons une mesure de politique monétaire, c'est parce que nous la jugeons appropriée, compte tenu des conditions économiques qui existent dans l'ensemble du pays et non pas seulement dans une partie du pays. Étant donné que nous avons au Canada un marché financier unifié qui fonctionne bien, les taux d'intérêt sont nécessairement presque les mêmes partout au pays. Du point de vue du fonctionnement efficace de l'économie nationale, nous devrions nous réjouir qu'il en soit ainsi, même si cela implique que nous ne pouvons pas plus appliquer une politique monétaire qui diffère selon les régions que pratiquer un taux de change différent d'un secteur à l'autre ou d'une région à l'autre.

La dégringolade boursière survenue en octobre a été pour la Banque du Canada, pendant une certaine période, la préoccupation qui l'a emporté sur toute autre considération. La Banque est intervenue promptement pour empêcher que l'agitation qui secouait les marchés boursiers ne sape entièrement la confiance à l'égard de nos marchés financiers. Du jour au lendemain littéralement, elle a augmenté considérablement le volume des liquidités mises à la disposition du système financier. Pendant toute cette période, elle a surveillé de près l'évolution de la situation dans les autres pays et elle est demeurée en liaison étroite avec les bourses, les organismes de réglementation, les banques et les courtiers en valeurs partout au pays afin de se tenir au courant de l'évolution des besoins de financement. Lorsque la demande de liquidités s'est atténuée et une fois que la confiance a été raffermie, la Banque est revenue à un mode plus normal d'approvisionnement en liquidités.

Si les répercussions de la crise boursière sur les marchés financiers ont été au cœur des préoccupations immédiates de la Banque, il a bien sûr aussi fallu évaluer les effets que cette crise risquait d'avoir sur l'ensemble de l'économie. Même si, en gros, les cours boursiers n'étaient pas plus bas après le recul d'octobre qu'un an auparavant, les titulaires d'actions ont visiblement subi un très grand choc, de sorte que le financement par émission d'actions doit maintenant sembler beaucoup moins attrayant aux sociétés. Toutes choses égales par ailleurs, il devrait s'ensuivre un certain ralentissement de la croissance de la demande au Canada. Il a aussi fallu voir quelles seraient les retombées internationales de la chute boursière. En tenant compte de tous ces facteurs, nous avons étudié plus attentivement qu'à l'accoutumée le comportement de l'économie. À ce propos, il convient de

noter que la dépense s'est très bien maintenue au Canada au cours de la période qui a suivi la chute des valeurs boursières et qu'elle continue même d'afficher une vigueur considérable.

Pour clore mes observations sur l'évolution de la conjoncture économique et financière au Canada, j'aborderai brièvement la question du taux de change. L'appréciation qu'a connue le dollar canadien par rapport à la devise américaine ces derniers mois, après tant d'années de repli, a beaucoup retenu l'attention, et cela est bien compréhensible. Comme le Canada a une économie ouverte, le taux de change est un prix important pour les entreprises et les consommateurs. À cet égard, il importe de garder à l'esprit que la hausse des derniers mois traduit principalement l'impression générale que la tenue de l'économie canadienne et en particulier les perspectives de plusieurs de nos principales exportations se sont améliorées. En outre, pour bien juger de la hausse du taux de change, il faut insister sur le fait que notre dollar s'est bien moins apprécié, au cours de 1987, par rapport à l'ensemble des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux que vis-à-vis du dollar É.-U. En effet, comme le montre le graphique relatif au taux de change qui figure à la section suivante, la hausse que le dollar canadien a enregistrée par rapport au dollar américain a été annulée dans une large mesure par la forte baisse vis-à-vis des monnaies de nos principaux partenaires commerciaux d'outre-mer.

* * *

Au début de mes observations, j'ai souligné que la conjoncture économique internationale revêt une grande importance pour la prospérité du Canada. Sans atténuer d'aucune manière cette affirmation, j'aimerais ajouter, en guise de conclusion, que l'existence de ce lien ne doit pas nous amener à minimiser l'importance de la contribution que peut apporter à notre prospérité la mise en œuvre de bonnes politiques intérieures. On ne compte plus les exemples démontrant que ce sont les politiques intérieures qui ont joué un rôle déterminant dans la tenue de l'économie, quel qu'ait été l'impact du contexte international.

C'est dans cette optique que je me réjouis des efforts que le gouvernement fédéral a déployés ces dernières années pour réduire son déficit et de l'engagement, réitéré dans le dernier budget, qu'il a pris de chercher à le réduire encore davantage avec le temps. Il faut poursuivre cet objectif sans relâche pour éviter un accroissement incontrôlé de la dette publique et des engagements liés au service de cette dette.

En matière de politique monétaire, il ne devrait guère faire de doute que la meilleure façon d'assurer une tenue de l'économie canadienne qui soit fondamentalement bonne réside dans une approche qui fait échec à l'inflation et augmente la confiance dans la monnaie que nous utilisons. Nous ne pouvons compter sur le reste du monde pour produire cette confiance à notre place.

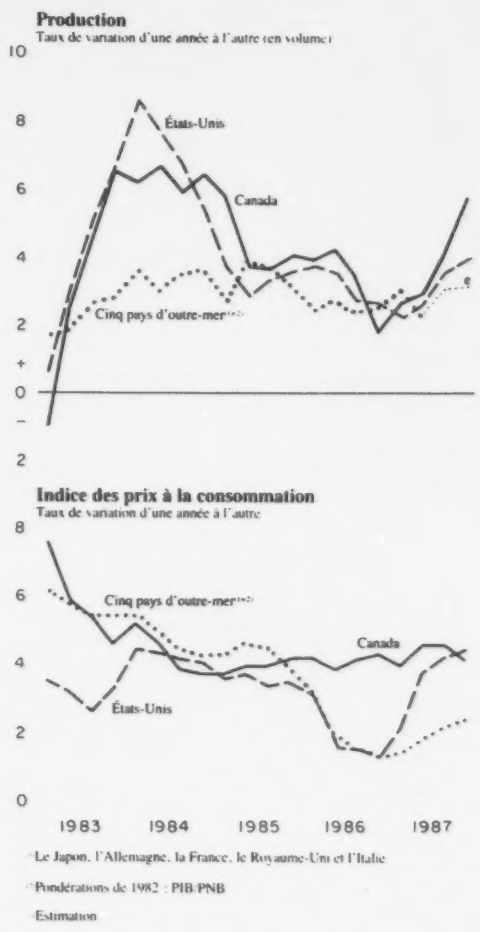
L'évolution de la situation économique et financière

La demande, la production et l'inflation

La croissance économique s'est beaucoup accélérée au Canada en 1987. Sous l'impulsion d'une demande intérieure vigoureuse et d'une position concurrentielle favorable sur les marchés internationaux, la dépense globale en dollars courants a progressé de plus de 10 % entre le dernier trimestre de 1986 et le dernier trimestre de 1987. Avec un taux de 5¾ %, la croissance économique du Canada en termes réels a été plus forte au cours de cette période que celle de tous les autres grands pays industriels. Elle a aussi été répartie plus uniformément entre les régions que ce n'était le cas en 1986, en grande partie à cause de la remontée des cours d'un certain nombre de produits de base clés. Cette expansion rapide s'est poursuivie pendant l'automne et, à la fin de l'année, un grand nombre d'industries tournaient bien au-dessus des taux moyens d'utilisation des capacités observés dans le passé. Parallèlement, les marchés du travail se sont resserrés.

Aucun progrès n'a été réalisé au Canada au chapitre de l'inflation. Le taux de croissance des prix à la consommation a augmenté au cours du premier semestre puis est redescendu en fin d'année près du taux observé au tout début de 1987. Pendant l'année, le relèvement des prix de l'énergie et des impôts indirects ainsi que la hausse des coûts du logement ont eu tendance à neutraliser les effets d'une meilleure tenue des prix des aliments et l'influence modératrice que l'appréciation du dollar canadien a eue sur les prix à l'importation. Les importants gains de productivité réalisés ont modéré les hausses de coûts unitaires de main-d'œuvre, mais, à mesure que l'année avançait, des signes de pressions à la hausse sur les coûts salariaux et les prix à la production ont commencé à se manifester.

Comparaisons internationales



[1] Le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie

[2] Pondérations de 1982 : PIB/PNB

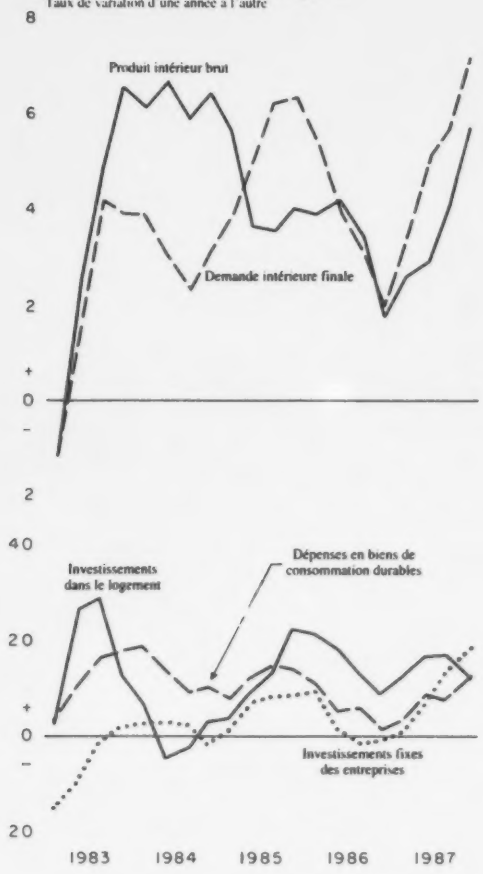
e Estimation

La demande globale et la production

La vigueur de la demande intérieure en 1987 a touché la plupart des grandes catégories de dépenses des ménages et des entreprises. Tous les baromètres de la confiance de ces agents économiques ont indiqué un optimisme exceptionnel pendant la majeure partie de l'année. Bien que, d'après diverses enquêtes, cet optimisme se soit légèrement atténué avec l'effondrement des cours boursiers en octobre, la demande ne paraît pas avoir fléchi pour autant. De fait, certains indices portent à croire que la tenue générale de l'économie canadienne était toujours vigoureuse au début de 1988.

Stimulées par les gains importants réalisés aux chapitres de l'emploi et des revenus, puis par de nouvelles baisses du taux d'épargne des particuliers, les dépenses de consommation

Croissance du volume de la dépense
Taux de variation d'une année à l'autre



en biens et services ont vivement augmenté en 1987. La vigueur de la demande des ménages s'est reflétée encore plus clairement dans l'expansion rapide des investissements dans le logement. En 1987, les mises en chantier ont atteint leur niveau le plus élevé en onze ans, et leurs effets se feront sans doute sentir sur le niveau des investissements dans le logement pendant une bonne partie de 1988. Dans le Sud de l'Ontario, surtout dans la région de Toronto, les ventes de maisons existantes et de maisons neuves ont connu une impulsion prodigieuse.

Avec un taux de croissance de près de 20 %, le volume des dépenses des entreprises en installations et équipement a pris un essor considérable pendant toute l'année 1987. La vigueur de la demande des ménages a contribué de façon appréciable à cette progression, mais les dépenses d'investissement des entreprises ont aussi été stimulées par l'amélioration des marges bénéficiaires, l'assainissement des bilans et la conjoncture financière en général favorable. Forts du taux élevé d'utilisation de leurs capacités et des bonnes perspectives d'exportation, certains secteurs ont accru leur appareil productif, mais le gros des dépenses a été consacré en 1987 à la modernisation des installations et à l'amélioration de la productivité. La crise boursière et les fluctuations des prix mondiaux du pétrole ont ajouté, vers la fin de l'année, un élément d'incertitude au calendrier des dépenses d'investissement projetées. Des données récentes indiquent toutefois que les investissements devraient rester vigoureux en 1988.

La vigueur des investissements des entreprises a touché un large éventail de secteurs et de régions et a compté pour beaucoup dans l'amélioration de la tenue économique des provinces de l'Atlantique et de l'Ouest. En 1986, la faiblesse généralisée des prix des produits de base avait eu pour effet de ralentir considérablement l'activité économique dans ces provinces, qui dépendent davantage des industries d'exploitation des ressources naturelles. En 1987, toutefois, les prix payés pour un grand nombre de produits de base canadiens ont fait un bond

Banque du Canada
Indice des prix des produits de base sensibles
1er trim. 1983 = 100

important, avec pour résultat une hausse considérable de la production, des chiffres d'affaires, des bénéfices et des investissements dans la plupart de ces industries. Cependant, les gains réalisés dans les diverses régions n'ont pas été limités à ces secteurs. Les ventes au détail ont progressé substantiellement dans toutes les régions, et la construction résidentielle s'est accrue dans les provinces de l'Ouest. En Alberta, les préparatifs en vue des Jeux olympiques de Calgary ont contribué à stimuler davantage l'économie. Les provinces de l'Atlantique, quant à elles, ont bénéficié de nouvelles augmentations des prix du poisson.

En dépit de l'amélioration générale du climat économique dans les régions périphériques, certains problèmes subsistent. En effet, si les cours des grains ont été légèrement plus élevés ces derniers mois, ils n'ont pas encore regagné suffisamment de terrain pour que les niveaux normaux de rentabilité soient rétablis. Aussi les producteurs de grains des provinces de l'Ouest ont-ils continué à bénéficier d'une aide importante des pouvoirs publics dans le cadre des programmes de stabilisation. D'autre part, la rentabilité du secteur gazier et pétrolier, qui s'est tout de même améliorée par rapport au très bas niveau de 1986, demeure en deçà des niveaux normalement atteints dans le passé et reste incertaine en raison de la volatilité des prix mondiaux du pétrole.

Termes de l'échange du Canada

Avec le redressement des cours des produits de base, les termes de l'échange du Canada se sont améliorés en 1987, ce qui a annulé la détérioration de l'année précédente. Cependant, le déficit de la balance courante, qui a augmenté pour avoisiner les 10 milliards de dollars, soit 1¾ % du produit intérieur brut (PIB), n'a pas reflété cette amélioration. L'effet des prix plus élevés payés pour les exportations canadiennes par rapport aux prix des importations a été

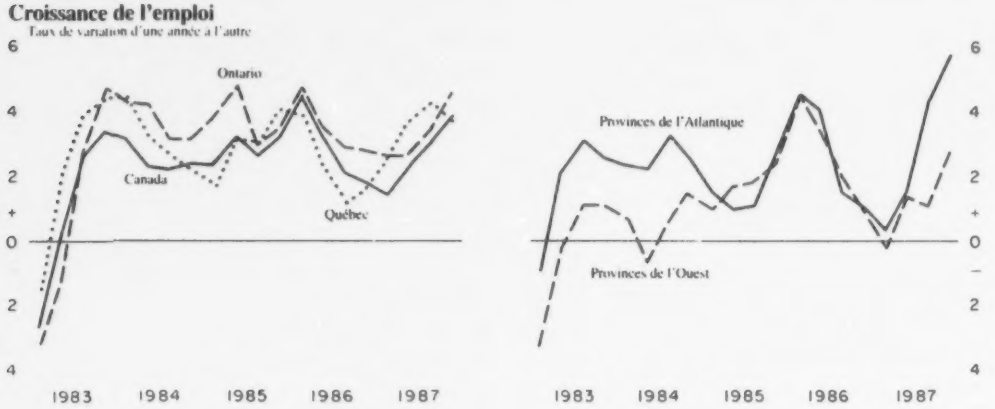
Taux d'utilisation des capacités

contrebalancé par la hausse particulièrement forte du volume des importations imputable à la croissance rapide de la demande intérieure. Malgré un essor impressionnant des ventes de produits canadiens à l'étranger, les exportations ont été distancées par les importations. Même si la croissance des marchés chez nos principaux partenaires commerciaux a été généralement modérée, les producteurs canadiens sont demeurés très compétitifs et ont accru leurs parts de marché.

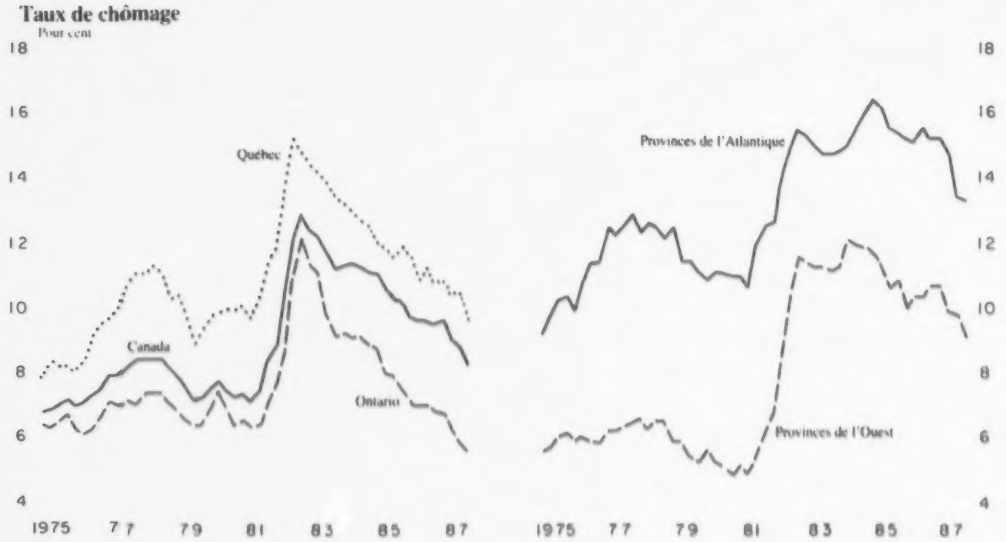
La production ayant augmenté par suite de l'accroissement de la demande, un certain nombre d'industries tournaient, vers la fin de l'année, bien au-dessus des taux moyens d'utilisation des capacités observés par le passé. Parmi elles se trouvaient une gamme d'industries d'exploitation des ressources naturelles et de fabrication de matériaux de construction ainsi qu'un grand nombre de producteurs de biens de consommation et d'équipement.

La hausse du niveau de la production s'est également reflétée dans la forte demande de main-d'œuvre. En 1987, l'emploi a progressé de 4,2 %, et le taux de chômage au pays a baissé régulièrement pour atteindre 8,1 % en décembre, soit le taux le plus bas depuis le milieu de 1981. D'autres indicateurs de la

Croissance de l'emploi



Taux de chômage



conjoncture du marché du travail témoignent également de l'importance des gains réalisés. Le ratio de l'emploi (rapport de l'emploi à la population en âge de travailler) et le taux d'activité (pourcentage de la population en âge de travailler ayant ou cherchant un emploi) ont tous deux atteint des sommets sans précédent.

Dans les principales régions, le taux de chômage a beaucoup baissé, et, toutes proportions gardées, c'est en Colombie-Britannique et dans les provinces de l'Atlantique que l'amélioration de l'emploi a été la plus importante. Il n'en demeure pas moins que les taux de chômage dans les provinces de l'Atlantique et de l'Ouest dépassaient encore de loin celui de l'ensemble de la région centrale et restaient bien plus élevés que leurs niveaux d'avant la récession de 1981-1982. Cette situation a donné lieu à une migration importante vers la région centrale du pays. Malgré cette arrivée de travailleurs, le marché du travail s'est de nouveau resserré en Ontario, où le chômage a fortement reculé.

L'inflation

Le taux d'augmentation d'une année à l'autre de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est élevé à plus de 4¾ % au milieu de l'année, avant de retomber, à la fin de l'année, à environ 4¼ %, soit le même taux qu'en 1986.

Indice des prix à la consommation
Taux de variation d'une année à l'autre

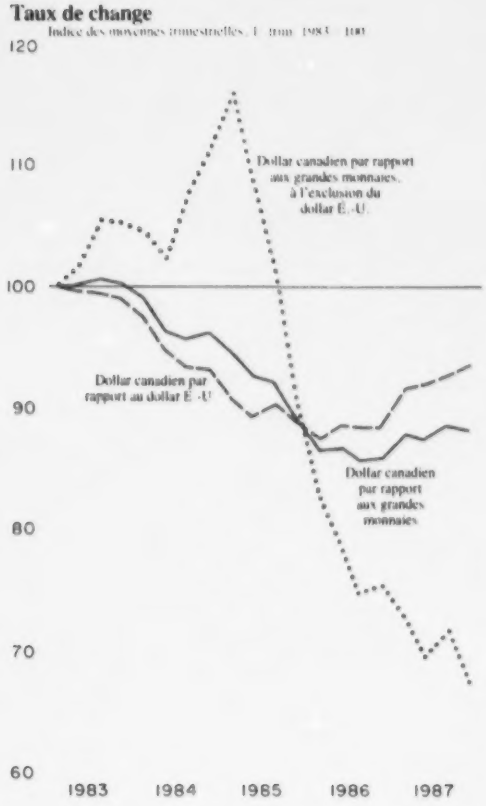
Le taux d'inflation au Canada est demeuré supérieur à celui observé dans la plupart des pays industrialisés d'outre-mer, bien que, vers la fin de l'année, il soit descendu légèrement au-dessous de celui des États-Unis.

La remontée de l'inflation au premier semestre de 1987 a eu plusieurs causes. Des pressions de la demande ont commencé à se manifester, d'abord par une forte hausse des prix des maisons, en particulier dans le Sud de l'Ontario, mais aussi dans une moindre mesure dans d'autres parties du pays. Un autre facteur important a été le renchérissement de l'énergie imputable au redressement partiel des prix mondiaux du pétrole, qui avaient chuté en 1986. De plus, les prix à la consommation ont augmenté par suite d'une diminution de l'offre de certains produits alimentaires; à cela s'est ajoutée, durant les six premiers mois de l'année, une série de hausses de taxes de vente et d'accise et de divers frais imposés par les gouvernements fédéral et provinciaux. L'augmentation des prix à la consommation s'est ralentie au second semestre de l'année en grande partie parce que les pressions exercées par la plupart des facteurs mentionnés se sont atténuées. Le rythme d'augmentation des prix des maisons dans la région de Toronto a commencé à ralentir, l'offre de maisons ayant augmenté avec la construction de nouveaux logements et la demande de maisons ayant baissé consécutivement à la hausse des taux des prêts hypothécaires.

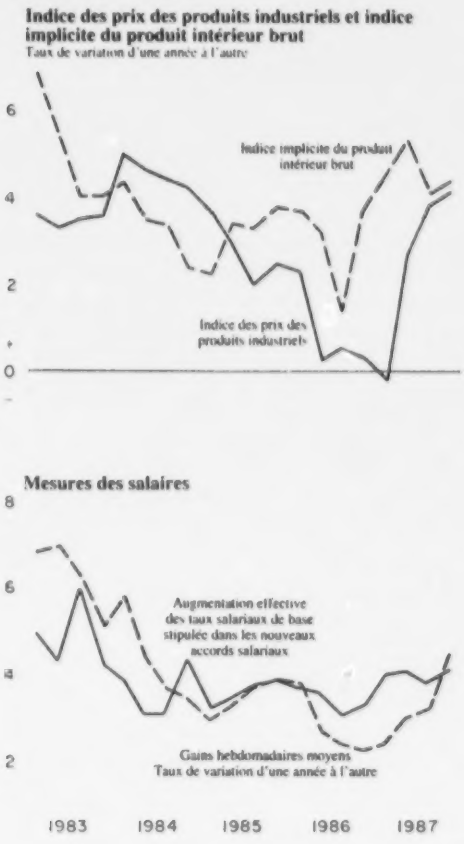
Le rythme d'accroissement des prix des biens de consommation autres que les aliments, l'énergie et le logement s'est ralenti au cours de 1987. L'appréciation du dollar canadien par rapport à l'ensemble des grandes devises (c'est-à-dire en moyenne pondérée ou taux «effectif») a contribué à ce ralentissement, en maintenant les prix à l'importation des biens de consommation à peu près au même niveau pendant toute l'année. Les rabais pratiqués par bon nombre de fabricants d'automobiles ont aussi eu une incidence modératrice sur l'inflation.

Cependant, au fil des mois, la progression de la demande et de l'utilisation des ressources est devenue de plus en plus manifeste sur les marchés des biens et du travail. Les prix à la production ont commencé à augmenter rapidement au printemps, ce qui reflétait en partie les

Taux de change



Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts à la production



pressions de l'offre et de la demande des principaux produits de base. Dans de nombreuses industries, ces augmentations de prix ont rétabli un niveau de rentabilité plus normal mais, dans certains cas, les marges bénéficiaires ont été supérieures aux moyennes observées par le passé. En outre, les salaires horaires moyens se sont mis à augmenter à un rythme plus rapide et, à la fin de l'année, ils étaient supérieurs de 4 % environ à ce qu'ils avaient été à la fin de l'année précédente, ce qui constitue une accélération par rapport au taux d'augmentation de 3 % enregistré à la fin de 1986. L'incidence de cette accélération sur les coûts et les prix a été, pour un certain temps du moins, largement compensée par des gains de productivité qui ont été supérieurs à la moyenne et liés au bond exceptionnel de la demande en 1987.

Les augmentations de salaires négociées dans le cadre des grandes conventions collectives, qui constituent un indicateur précurseur de l'évolution des coûts salariaux, ont été plus fortes elles aussi. Les augmentations annuelles des taux de base stipulées pour la durée des nouveaux accords négociés en 1987 se sont élevées en moyenne à 4 %, contre 3,4 % en 1986. Au second semestre de 1987, un certain nombre d'accords importants, conclus entre autres dans l'industrie automobile et les services de transport aérien, prévoyaient à la fois des hausses des taux de salaire de base d'un peu plus de 4 % et des améliorations considérables des avantages sociaux. Comme les accords salariaux concernant près d'un million et demi de travailleurs viennent à expiration, l'année 1988 sera beaucoup plus chargée que 1987.

L'évolution financière

L'accélération du rythme de croissance de la dépense globale en 198 a provoqué un resserrement des conditions monétaires au Canada. Ce resserrement s'est produit dans le contexte d'un relèvement graduel des taux d'intérêt aux États-Unis et d'un regain de confiance dans le dollar canadien, de sorte que l'écart très élevé enregistré en 1986 entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains s'est quelque peu rétréci. Le resserrement des conditions monétaires a contribué au ralentissement de l'expansion monétaire par rapport au rythme très rapide observé au premier semestre de l'année, mais la croissance du crédit est demeurée vigoureuse.

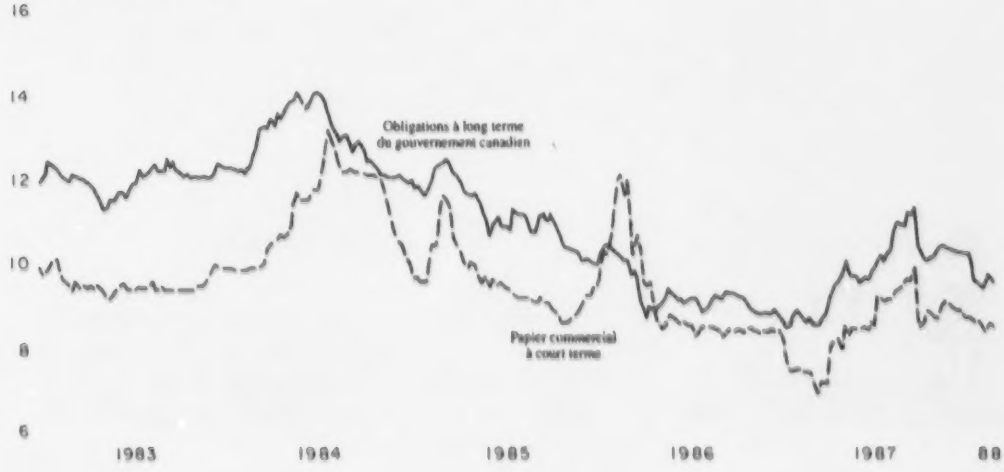
L'évolution financière en 1987 a été marquée par la dégringolade soudaine des cours boursiers en octobre, après plusieurs mois d'une croissance assez spectaculaire. Cet événement a provoqué une ruée des investisseurs vers les titres de première qualité et entraîné un réaménagement des sources de financement. La tendance à la hausse des taux d'intérêt a été renversée à ce moment-là, en partie grâce à une injection de liquidités par la Banque du Canada.

Des changements profonds se sont amorcés sur la scène financière canadienne en 1987. Le gouvernement fédéral a réorganisé le système de surveillance des institutions financières et dévoilé l'ébauche de son projet de loi sur les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire. L'industrie des valeurs mobilières a été ouverte aux banques et aux non-résidents. L'accord de libre-échange conclu récemment par le Canada et les États-Unis prévoit, pour les institutions financières des deux signataires, un traitement équivalent dans chaque pays. Cela signifie que les banques canadiennes établies aux États-Unis seront assurées des mêmes privilèges que les banques américaines, lorsque les règles régissant les marchés financiers seront modifiées, et que les Américains seront exemptés de certaines des restrictions qui s'appliquent au Canada quant à la propriété étrangère des institutions financières à charte fédérale.

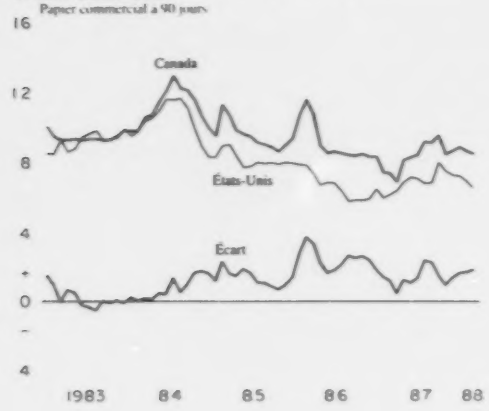
Les taux d'intérêt et le taux de change

Au début de 1987, les taux d'intérêt à court terme ont chuté de façon précipitée, passant de 8¼ % au début de janvier à moins de 7 % à la fin de mars. Au cours de cette période, de fortes entrées de capitaux, notamment en provenance du Japon, ont exercé des pressions à la hausse sur le dollar canadien et entraîné un rétré-

Taux d'intérêt canadiens



Taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis



cissement important de l'écart entre les taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis. L'intérêt manifesté pour les placements en dollars canadiens s'explique tant par la tenue relativement ferme du dollar canadien au cours de 1986 que par le renchérissement de certains produits de base.

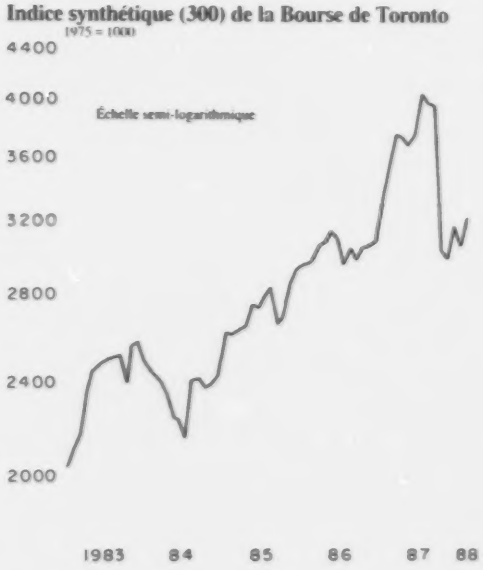
La vigueur du rythme d'expansion de la demande globale au premier trimestre a provoqué un resserrement des conditions monétaires à partir du début d'avril. Les taux d'intérêt à court terme se sont immédiatement redressés, puis ils ont continué de monter jusqu'en octobre. Le taux de change, après une baisse initiale,

Taux de change

s'est lui aussi raffermi. À la veille de la dégringolade des valeurs boursières, les taux d'intérêt à court terme dépassaient d'environ 150 points de base les niveaux qu'ils affichaient au début de l'année, et l'indice pondéré du dollar canadien par rapport aux devises du Groupe des dix s'était accru de 4 % au cours de la même période.

Le 19 octobre, l'indice Dow-Jones a chuté de 23 %, déclenchant une baisse mondiale des cours boursiers. L'indice de la Bourse de Toronto a perdu environ 17 % en deux jours. Pour éviter que la crise boursière ne donne lieu à des problèmes de financement, la Banque du Canada a promptement injecté des liquidités dans le système financier canadien. Les taux d'intérêt à court terme ont rapidement chuté, et l'indice pondéré du dollar canadien a perdu environ 3 % en deux semaines et demie. À mesure que s'estompaient les premières inquiétudes suscitées par l'incidence possible de la chute boursière, les taux d'intérêt à court terme se sont partiellement relevés.

Indice synthétique (300) de la Bourse de Toronto



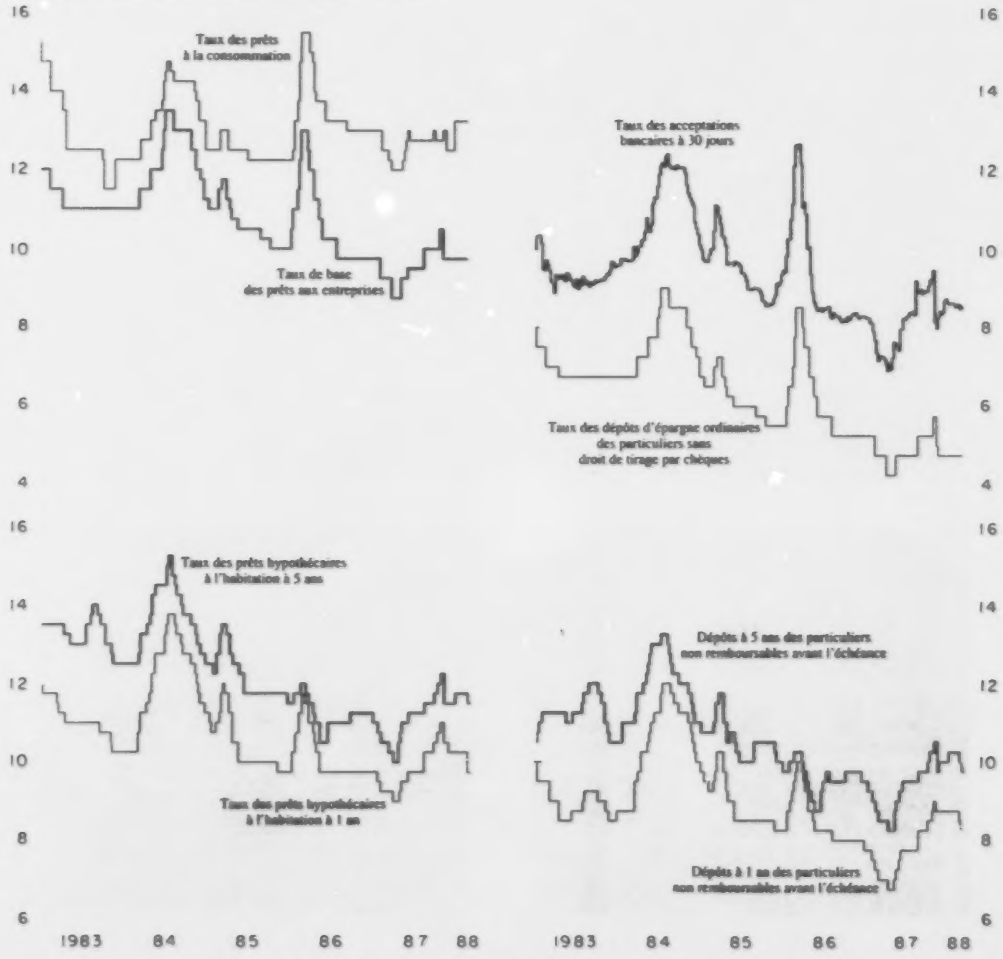
Depuis le début de 1988, le dollar canadien s'est apprécié d'environ 4 % par rapport à un panier des principales monnaies, reflétant la perception généralisée que les perspectives économiques continuaient de s'améliorer au Canada.

Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis

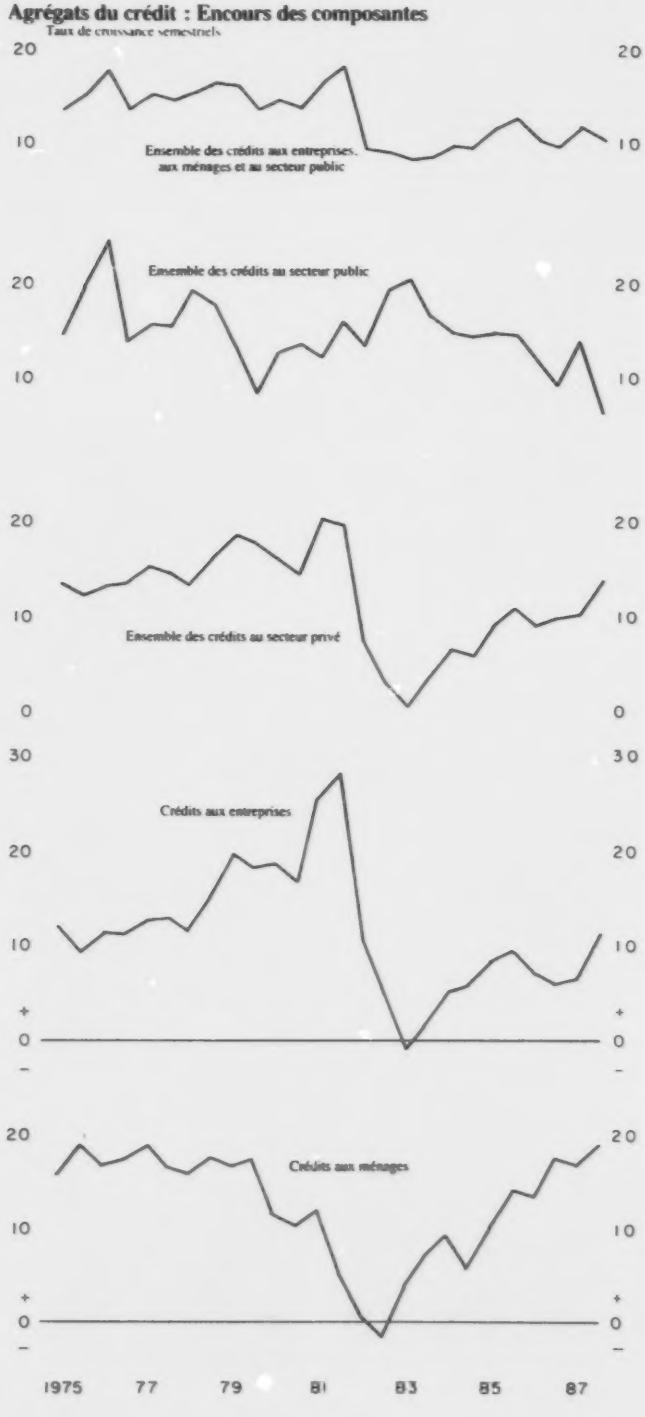
Le taux de rendement des bons du Trésor est resté plus ou moins inchangé, mais le taux du papier commercial a glissé quelque peu au fur et à mesure que diminuait la prime de liquidité que le marché avait attachée aux bons du Trésor après la crise boursière. En somme, à la fin de février, les taux d'intérêt à court terme étaient revenus à peu près à leurs niveaux du début de 1987.

L'augmentation des taux d'intérêt à long terme au cours de 1987 a été plus prononcée que celle des taux à court terme. Les taux à long terme n'ont pas été fortement influencés par la baisse des taux à court terme survenue au premier trimestre, mais ils se sont accrus aussi

Quelques taux d'intérêt des banques à charte


16
14
12
10
8
6
4
Taux des prêts à la consommation
Taux de base des prêts aux entreprises
Taux des acceptations bancaires à 30 jours
Taux des dépôts d'épargne ordinaires des particuliers sans droit de tirage par chèques
Taux des prêts hypothécaires à l'habitation à 5 ans
Taux des prêts hypothécaires à l'habitation à 1 an
Dépôts à 5 ans des particuliers non remboursables avant l'échéance
Dépôts à 1 an des particuliers non remboursables avant l'échéance
1983
84
85
86
87
88

Agrégats du crédit : Encours des composantes



Ensemble des crédits au secteur public
Prêts aux administrations fédérale, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales

Ensemble des crédits au secteur privé
Ensemble des crédits aux entreprises et aux ménages

Crédits aux entreprises
Prêts et baux financiers accordés aux institutions non financières plus acceptations, papier à court terme, obligations et actions émis par elles

Crédits aux ménages
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation accordés par certains prêteurs

rapidement que les taux à court terme entre avril et octobre. Cette hausse allait de pair avec celle qui, aux États-Unis, résultait de l'intensification des craintes inflationnistes engendrée par la tendance générale à la baisse du dollar américain. Les augmentations de taux survenues en septembre et octobre ont été renversées à la suite de la débâcle boursière, mais les taux à long terme en fin d'année étaient supérieurs d'environ 150 points de base à ce qu'ils avaient été en début d'année. Depuis le commencement de 1988, les taux des obligations à long terme ont diminué de nouveau aux États-Unis, entraînant les taux canadiens dans leur sillage.

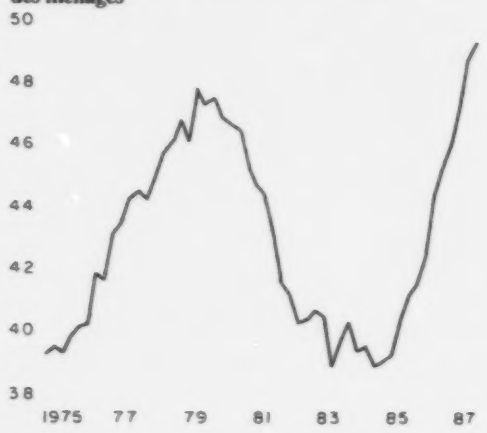
Dans l'ensemble, les taux d'intérêt administrés ont réagi promptement aux fluctuations des taux d'intérêt du marché. À la fin de 1987, le taux préférentiel des banques était revenu à 9,75 %, soit à son niveau du début de l'année, après avoir varié entre 8,75 % et 10,5 %. Les taux des prêts hypothécaires et les taux des dépôts à terme fixe des particuliers se sont accrus de ½ à ¾ de point de pourcentage par rapport à leurs niveaux du début de 1987. Cet accroissement est imputable à la très forte demande de prêts hypothécaires et à la hausse prononcée des taux des obligations à moyen terme par rapport aux taux d'intérêt à court terme. Les taux des prêts hypothécaires ont été rabaissés au début de 1988, dans la foulée des taux des obligations à moyen terme.

L'évolution du crédit

Le rythme de croissance de l'ensemble des concours octroyés aux agents économiques est resté relativement stable au cours des dernières années, mais cette stabilité a masqué les évolutions assez différentes de l'endettement des ménages, des entreprises et des administrations publiques. Le taux de croissance de la dette des ménages s'est fortement accéléré depuis 1984, celui de la dette des entreprises est demeuré relativement stable et celui de la dette publique a beaucoup diminué. En 1987, la demande de crédit du secteur privé s'est de nouveau intensifiée, et la croissance de la dette publique a continué de diminuer.

Le taux de croissance de l'endettement des ménages, qui excède celui du revenu personnel depuis quelques années déjà, s'est accéléré de nouveau en 1987 pour atteindre les 18 %. Cette accélération, qui reflète la baisse du taux d'épargne et la forte demande de logements, témoigne du plus grand optimisme des ménages à l'égard de la situation économique. Le ratio de l'endettement des ménages au revenu disponible a maintenant retrouvé le sommet qu'il avait atteint en 1979-1980 et il ne donne aucun signe d'inflexion. Cependant, depuis 1980, les ménages ont aussi beaucoup augmenté leurs avoirs financiers et réels relativement à leur revenu.

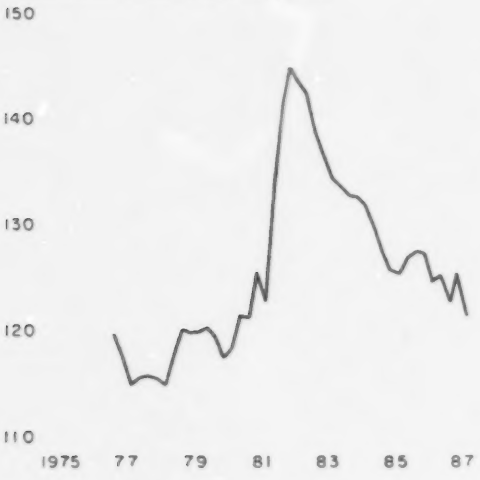
Ratio Crédits aux ménages/Revenu disponible des ménages



Après un certain repli en 1986, le rythme de croissance de l'encours des crédits aux entreprises s'est accéléré en 1987 pour dépasser 10 % à la fin de l'année. Le financement par émission d'actions et d'obligations – en particulier d'obligations convertibles en actions – a continué de progresser assez rapidement jusqu'à la mi-octobre, les entreprises profitant de la hausse des valeurs boursières pour restructurer leur bilan. Ce mode de financement a fortement diminué après le krach boursier; les entreprises ont alors puisé dans leurs lignes de crédit bancaires et se sont tournées vers l'émission d'acceptations bancaires pour satisfaire leurs besoins de financement.

Dans le secteur public, les besoins de financement ont diminué de façon constante au cours des dernières années par suite de l'augmentation des revenus et du ralentissement des

Ratio d'endettement des entreprises



dépenses. Toutefois, en 1987, l'accroissement des revenus a été absorbé en grande partie par de nouveaux programmes de dépenses, et le taux de croissance de la dette des administrations publiques, y compris la dette garantie de leurs entreprises, est resté en moyenne au-dessus de 10 %.

Les agrégats monétaires

En 1987, comme au cours des dernières années, l'évolution des agrégats monétaires a généralement suivi celle de la dépense globale et des taux d'intérêt. Au premier semestre de l'année, les agrégats ont augmenté à un rythme rapide par suite de la forte croissance de la dépense globale et de la baisse des taux d'intérêt à court terme au début de l'année. Par contre, au second semestre, la croissance des agrégats monétaires s'est ralentie à la faveur tant d'une certaine diminution du taux d'accroissement de la dépense que du relèvement des taux d'intérêt au milieu de l'année.

Néanmoins, l'évolution de la dépense et celle des taux d'intérêt n'expliquent pas à elles seules les mouvements des agrégats. Certains facteurs spéciaux ont influencé le comportement des différents agrégats au cours de l'année.

Ainsi, bien que la croissance rapide de M2 et M2+ au premier semestre ait résulté principalement de l'évolution de la dépense et des taux d'intérêt, elle a été gonflée par l'incidence des faibles résultats de la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada en novembre 1986. Lors de cette campagne, les particuliers ont puisé moins que d'habitude dans leurs dépôts d'épargne pour acquérir des obligations, ce qui a eu pour effet d'augmenter le niveau de M2 et M2+. De même, la décélération de M2 et M2+ vers la fin de 1987, qui reflétait l'évolution de la dépense et des taux d'intérêt, a été amplifiée par le produit élevé des ventes d'obligations d'épargne en novembre 1987. Cette campagne a entraîné une forte diminution des comptes d'épargne des particuliers.

Les fluctuations de l'agrégat au sens étroit, M1, ont été beaucoup plus fortes en 1987 que celles de M2 ou M2+. Ceci reflète en partie le fait que M1 est plus sensible aux variations de taux d'intérêt que les agrégats au sens large.

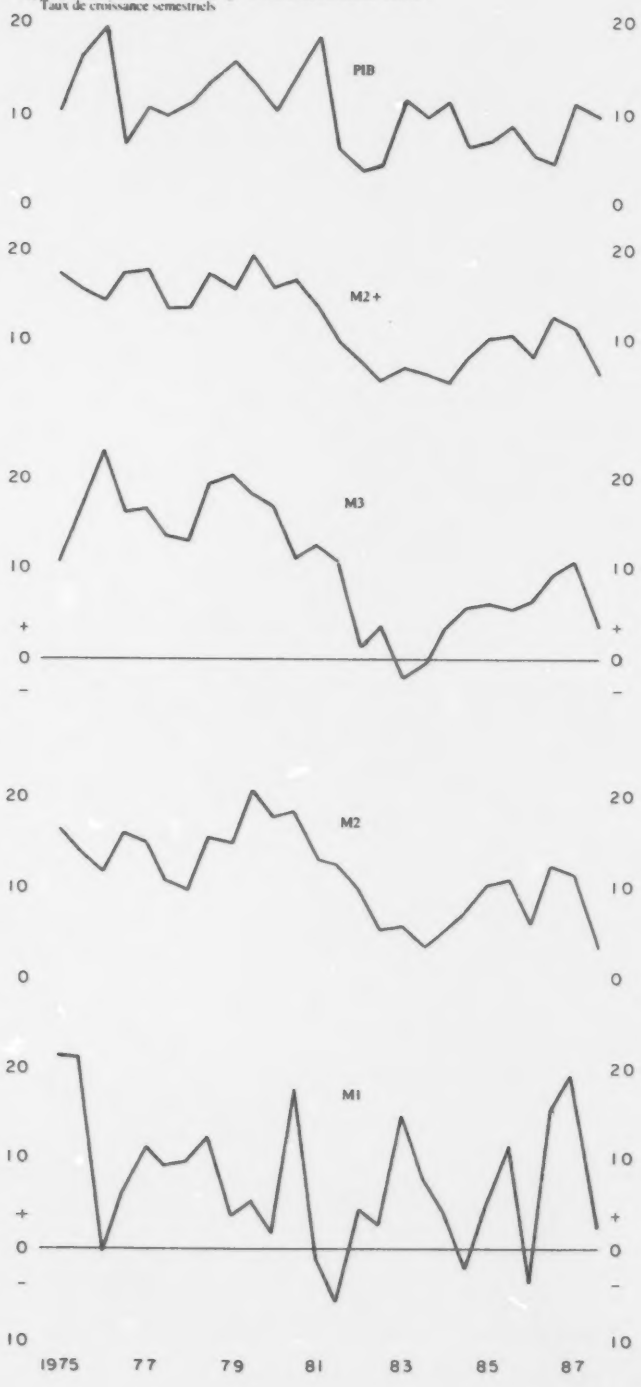
L'agrégat au sens large M3 a évolué de façon semblable à M2, bien qu'il ait été davantage influencé par l'évolution des marchés du crédit. Par exemple, durant la période qui a suivi la dégringolade des cours boursiers, les sociétés emprunteuses ont délaissé le marché des valeurs mobilières et ont accru leur recours aux prêts et aux acceptations bancaires. Par conséquent, les banques ont compté beaucoup plus sur les dépôts à terme autres que ceux des particuliers pour financer la demande accrue de prêts. Ceci a soutenu le taux de croissance de M3 par rapport à celui de M2.

Autres aspects de l'évolution financière en 1987

En juillet, les six grandes banques canadiennes, après consultation avec le surintendant des institutions financières, ont accru de 6,1 milliards de dollars leur provision générale pour pertes sur leurs prêts souverains à un groupe de pays du Tiers-Monde, portant ainsi à une moyenne de 37 % le niveau de ces provisions en proportion de l'encours de la dette de ces pays. Cela les a amenées à porter à leurs états financiers du troisième trimestre une perte extraordinaire après impôts de quelque 3,4 milliards de dollars, perte qu'elles ont pu absorber en grande partie à même les autres revenus nets de 1987. Certaines banques ont profité de la

Agrégats monétaires et produit intérieur brut

Taux de croissance semestriels



PIB
Dépense globale en biens et services aux prix courants

M2 +
M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires

M3
M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M2
M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M1
Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

réceptivité du marché pour reconstituer leur capital par des émissions d'actions.

Tel qu'indiqué précédemment, 1987 marque le début d'une transformation importante du paysage financier canadien. En décembre 1986, le gouvernement canadien avait énoncé les principes généraux de la refonte des lois qui régissent les pouvoirs et la propriété des institutions financières au Canada. Au cours de 1987, il a concrétisé les principes énoncés.

En juin, le gouvernement a regroupé sous l'autorité du surintendant des institutions financières les diverses agences responsables de la surveillance des institutions financières à charte fédérale. Il a du même coup créé un comité de surveillance formé du surintendant des institutions financières, du Gouverneur de la Banque du Canada, du président de la Société d'assurance-dépôts du Canada et du sous ministre des Finances. Ce comité a pour rôle d'assurer la consultation, l'échange de points de vue et la circulation de l'information entre les parties responsables de la surveillance des institutions financières, de l'octroi des prêts de dernier ressort et de la fourniture des services d'assurance des dépôts.

En décembre, le gouvernement a dévoilé l'ébauche d'un projet de loi sur les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, projet dont il s'inspirera dans la révision en 1988 des lois régissant les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés coopératives de crédit. La révision de cette législation vise à étendre les pouvoirs des institutions financières et à accroître leurs possibilités d'affiliation tout en limitant leurs liens avec les entreprises commerciales et en maintenant le contrôle des transactions intéressées. Les gouvernements provinciaux ont aussi amorcé des changements législatifs dans leur sphère de responsabilité.

Le projet de réforme du gouvernement canadien prévoit l'abolition de l'obligation faite aux banques de détenir des réserves-encaisse en contrepartie de leurs dépôts. Cette réforme ne sera pas de nature à compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire, car la Banque du Canada sera encore en mesure de contrôler la disponibilité des dépôts de règlement des institutions qui participent directement à la compensation quotidienne des effets de paiement. Mais elle requerra des modifications des mécanismes de mise en œuvre de cette politique. La Banque rencontre les principales institutions financières afin de discuter de ce que seront ces mécanismes dans un éventuel système libre de réserves obligatoires.

L'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie en 1987 malgré le ralentissement de la croissance dans les pays en développement. Dans les grands pays industriels, un phénomène encourageant a été la reprise vigoureuse de la demande intérieure au Japon conjuguée à la décélération de la demande intérieure aux États-Unis. Ces mouvements de sens contraire ont aidé à soutenir la croissance de la production dans l'ensemble des nations industrielles et, concurremment avec les ajustements antérieurs des taux de change, ont favorisé la réduction des déséquilibres importants du commerce international qui menacent l'économie mondiale depuis quelques années. Toutefois, les progrès accomplis dans la résorption de ces déséquilibres des paiements sont demeurés lents, ce qui a contribué à la volatilité des marchés financiers, en particulier vers la fin de l'année. Tout récemment, les marchés se sont stabilisés quelque peu à la faveur de la publication de statistiques plus encourageantes sur le commerce extérieur des États-Unis et des initiatives prises par les pays du Groupe des sept.

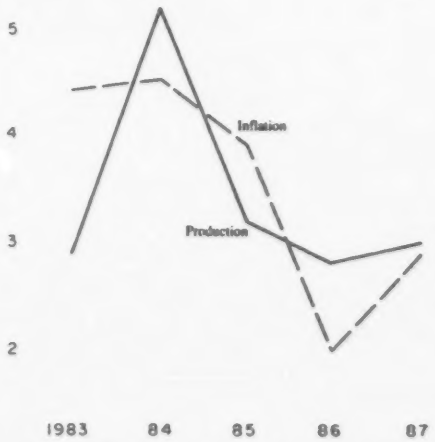
Bien que le ratio Dette extérieure/PNB de l'ensemble des pays en développement ait augmenté légèrement en 1987, la situation globale de leurs échanges commerciaux et de leurs balances courantes s'est améliorée. Néanmoins, les progrès réalisés ont varié considérablement d'un pays à l'autre. Les efforts déployés par ces pays pour alléger le fardeau de leur dette et stimuler la croissance ont été gênés par le ralentissement de la croissance des échanges internationaux. Les problèmes que certains des principaux pays endettés ont rencontrés dans la conduite de leurs politiques intérieures ont aussi joué un rôle important.

Les pays industriels

Le rythme de l'expansion économique des grands pays industriels a augmenté légèrement en 1987, la forte poussée enregistrée par la production au Japon, au Royaume-Uni et au Canada ayant plus que compensé le ralentissement de la croissance en Europe continentale. Aux États-Unis, l'activité économique a progressé à un rythme voisin de celui de l'année précédente.

Dans les pays du Groupe des sept, les taux d'accroissement de la demande intérieure ont connu des modifications importantes et opportunes. La demande intérieure a crû plus rapidement dans les pays dont la balance extérieure est fortement excédentaire qu'elle ne l'a

Grands pays industriels[1] : Production et inflation
Taux de variation annuelle

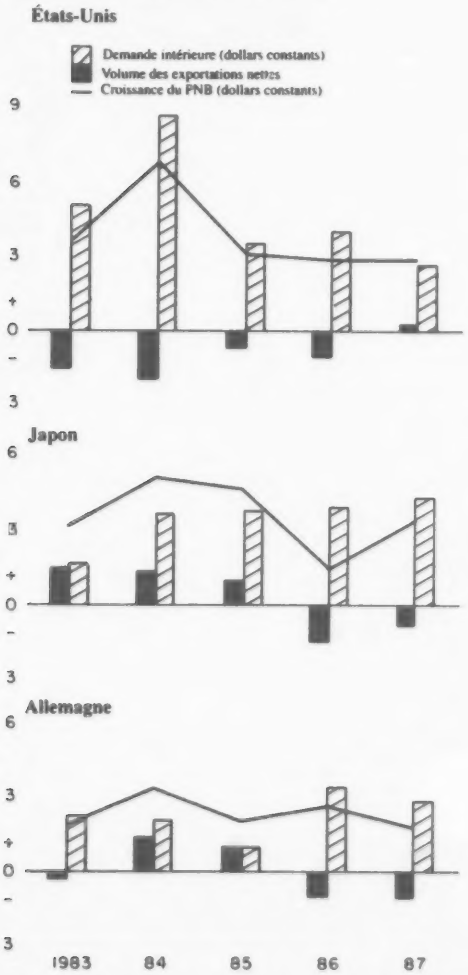


[1] Les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie et le Canada

fait aux États-Unis. Cette évolution est largement attribuable à des modifications apportées aux politiques budgétaires conformément aux objectifs de l'accord du Louvre conclu en février 1987 par les ministres des finances et les gouverneurs de banques centrales des pays du Groupe des sept.

Les taux d'inflation enregistrés dans les grands pays industriels ont légèrement augmenté en 1987, à cause notamment d'une remontée des prix de l'énergie. Aux États-Unis, la dépréciation du dollar s'est répercutée directement sur les prix à l'importation et a entraîné une intensification des pressions que la demande exerçait sur une économie où la marge de capacité inutilisée était déjà très faible. S'il n'y a eu aucun signe net d'accélération du rythme d'augmentation des salaires, la hausse que les taux d'intérêt sur les titres à moyen et à long terme ont affichée durant la majeure partie de 1987 témoignait néanmoins d'un renforcement des inquiétudes des investisseurs à l'égard de l'inflation. Les autorités monétaires des États-Unis ont réagi à la conjoncture économique et financière, et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté progressivement durant les neuf premiers mois de l'année.

Grands pays industriels : Contributions[1] à la croissance du PNB en volume



[1] Variation du volume de chacune des composantes exprimée en pourcentage du PNB en volume de l'année précédente

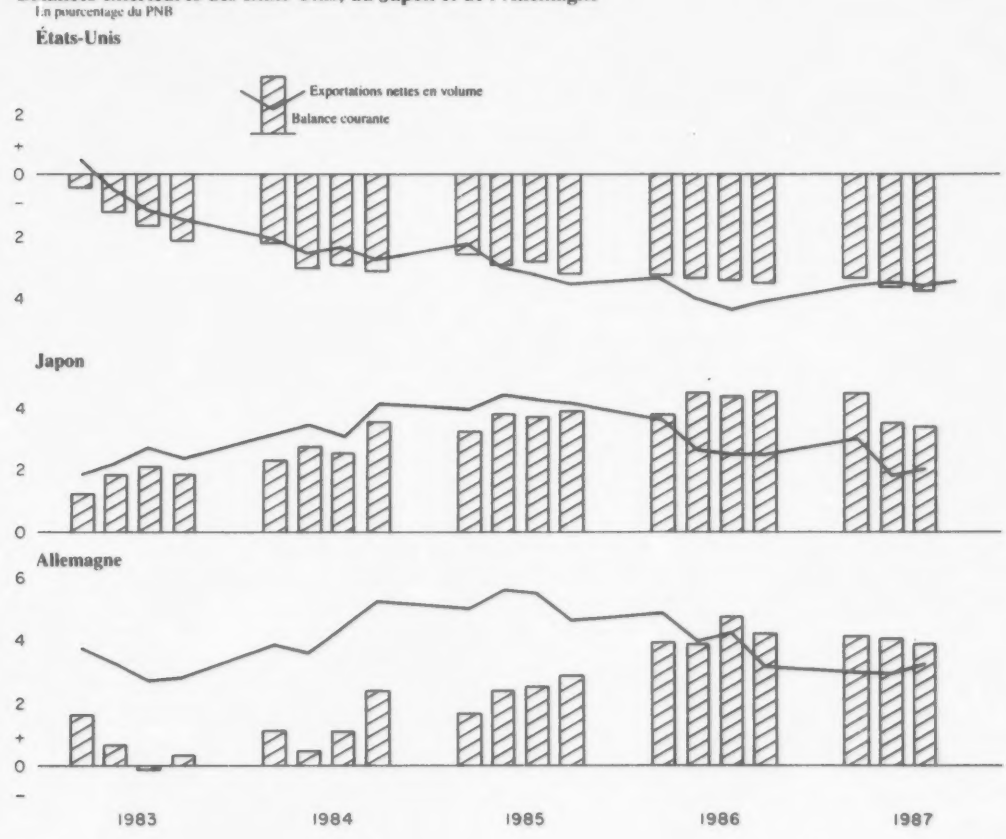
Les autres grands pays industriels ont pu maintenir leur taux d'inflation à de bas niveaux en partie grâce à l'appréciation de leur monnaie. Les pouvoirs publics et les investisseurs ont continué toutefois à se préoccuper d'une remontée possible de l'inflation étant donné l'expansion rapide des agrégats monétaires dans certains pays et l'incidence du renchérissement de l'énergie. Aussi a-t-on observé un certain resserrement de la politique monétaire durant l'été et l'automne.

Les déséquilibres des balances courantes des grands pays industriels restent importants, mais certains progrès ont été réalisés. Le volume des exportations américaines, en particulier, a beaucoup augmenté par rapport à l'année précédente, grâce surtout à la dépréciation substantielle du dollar É.-U. depuis 1985. Conjuguée aux effets que le ralentissement de la demande intérieure aux États-Unis a eus sur les importations américaines, cette dépréciation a contribué à l'amélioration du solde commercial en volume de ce pays relativement à son PNB. Au Japon et en Allemagne, le volume du solde commercial a chuté tant en chiffres absolus qu'en proportion du PNB, du fait que les importations ont continué d'augmenter plus rapidement que les exportations.

Mesuré en termes nominaux, l'ajustement des déséquilibres internationaux est moins apparent. Bien que les excédents des balances courantes de l'Allemagne et du Japon aient légè-

Balances extérieures des États-Unis, du Japon et de l'Allemagne

En pourcentage du PNB



rement baissé en 1987 relativement au PNB de ces pays, le déficit de la balance courante des États-Unis a atteint des niveaux records. Deux facteurs expliquent que ce déficit ait persisté malgré les baisses substantielles et prolongées du dollar É.-U.

En premier lieu, les producteurs étrangers et les importateurs américains se sont efforcés, au cours des trois dernières années, de conserver leur part de marché aux États-Unis en réduisant leurs marges bénéficiaires afin d'absorber une partie des variations de change. Les mouvements des prix à l'importation aux États-Unis n'ont donc pas reflété entièrement la baisse du dollar américain. Cela a eu pour effet de prolonger la période d'ajustement et d'accroître l'ampleur des variations de taux de change nécessaires pour amener le solde de la balance courante à des niveaux qui peuvent être soutenus.

En second lieu, les hausses des prix à l'importation observées jusqu'ici ont elles-mêmes concouru à une détérioration à court terme de la balance commerciale des États-Unis. Les baisses de taux de change devraient avoir pour résultat d'améliorer la situation commerciale d'un pays une fois que les volumes d'importations et d'exportations s'y sont ajustés, mais ces ajustements sont souvent lents à s'opérer. Entre-temps, ce sont habituellement les effets négatifs des hausses des prix à l'importation qui dominent, ce qui fait encore augmenter le déficit commercial.

Les marchés financiers internationaux sont devenus de plus en plus nerveux au fil des mois. Le déficit commercial américain ne s'ajus-

tait pas aussi rapidement que la plupart des observateurs l'avaient prévu, et des doutes ont commencé à surgir quant au respect des engagements en matière de politique pris dans le cadre de l'accord du Louvre. Les investisseurs craignaient que les déséquilibres intérieurs et internationaux ne provoquent une nouvelle baisse importante du dollar américain, une accélération de l'inflation aux États-Unis, un relèvement des taux d'intérêt et un ralentissement de la croissance de l'économie mondiale.

À la mi-octobre, les cours des actions sur les marchés boursiers du monde entier ont enregistré une chute soudaine et brutale qui a effacé la majeure partie sinon la totalité des gains réalisés jusque-là au cours de l'année. La plupart des pays industriels ont réagi à la situation en injectant dans leur économie un volume appréciable de liquidités. Si la chute des cours boursiers ne semble pas s'être répercutée dans l'immédiat sur l'activité économique de ces pays, il subsistait à la fin de l'année beaucoup d'incertitudes quant à ses effets ultimes. Dans ce climat, les autorités monétaires des pays industriels ont adopté une politique monétaire assez souple, et, dans un communiqué publié en décembre, les ministres des finances de même que les gouverneurs de banques centrales des pays du Groupe des sept ont réaffirmé leur engagement envers les mesures de politique énoncées dans l'accord du Louvre.

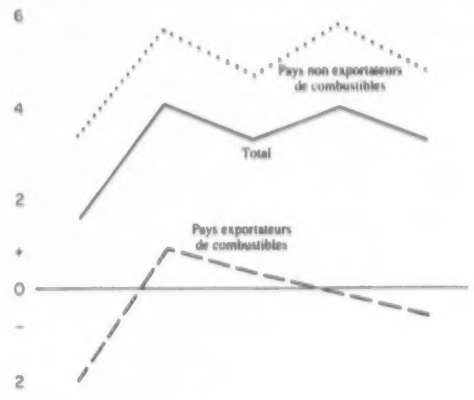
L'évolution des marchés des changes au cours de cette période reflétait les remous qui agitaient les autres marchés financiers. Le dollar américain s'est replié de façon marquée vis-à-vis de la plupart des autres grandes monnaies après la chute des cours boursiers d'octobre. À la fin de l'année, il s'était déprécié, relativement à décembre 1986, de 21 % contre le yen japonais et de 18 % contre le mark allemand. Pondéré en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar américain vis-à-vis des monnaies des principaux partenaires commerciaux des États-Unis avait perdu près de 16 %. Le communiqué du Groupe des sept, les interventions concertées sur les marchés des changes puis la publication de statistiques plus encourageantes sur le commerce extérieur des États-Unis ont permis au dollar américain de regagner au début de 1988 une partie du terrain perdu.

Les pays en développement

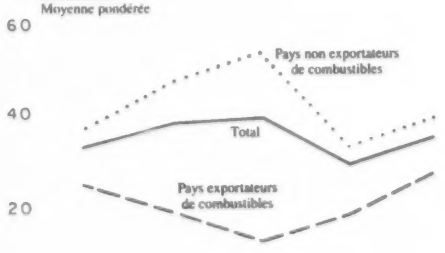
La production des pays en développement a continué de progresser en 1987, mais à une allure généralement plus faible qu'en 1986. De plus, le rythme de l'activité économique a

Pays en développement

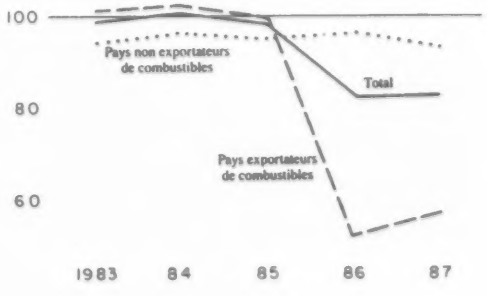
Production
Taux de variation d'une année à l'autre



Inflation
Moyenne pondérée



Termes de l'échange
1980 = 100



varié considérablement d'un pays à l'autre. Par exemple, les taux de croissance enregistrés dans nombre de pays asiatiques sont restés relativement élevés, tandis que la production des pays exportateurs de combustibles a en fait diminué.

Le ralentissement de l'activité économique ne s'est pas traduit par un recul de l'inflation pour l'ensemble des pays en développement. Leur taux d'inflation moyen a augmenté en fait pendant l'année, en raison surtout de la détérioration de la tenue des prix dans un certain nombre des principaux pays débiteurs.

En 1987, les pays en développement ont beaucoup augmenté leurs recettes d'exportation exprimées en dollars É.-U. Ils ont pu ainsi accroître leurs importations et améliorer tout de même le solde global de leurs balances commerciales et de leurs balances courantes. Toutefois, cette amélioration s'est répartie de façon inégale entre les différents groupes de pays en développement. Les termes de l'échange des pays en développement qui sont de gros exportateurs de combustibles se sont améliorés en 1987 grâce à un certain redressement des prix du pétrole, qui avaient chuté de manière spectaculaire en 1986. Dans certains autres pays en développement, les termes de l'échange se sont détériorés légèrement, même si les cours d'un grand nombre de produits de base autres que le pétrole ont progressé quelque peu durant l'année. Pour l'ensemble des pays en développement, les termes de l'échange sont restés presque inchangés au cours de l'année.

Les ajustements que les pays débiteurs sont en train d'effectuer nécessitent des concours financiers de l'extérieur. En 1987, un certain nombre des principaux pays débiteurs ont conclu des ententes avec les banques créancières en vue de rééchelonner leur dette ou d'obtenir de nouveaux prêts. Des efforts considérables ont été déployés afin de mettre au point de nouveaux dispositifs qui rendraient ces montages financiers plus attrayants pour les banques : versement de commissions aux institutions qui s'engagent avant certaines dates, conversion de dettes en prises de participation, cofinancement avec la Banque mondiale et utilisation d'instruments autres que les prêts comme, par exemple, des mécanismes de financement des échanges et de dépôt ainsi que l'émission de bons et d'obligations. Vers la fin de l'année, le Mexique a proposé une formule selon laquelle les banques pourraient, par le biais d'adjudications, échanger certains de leurs prêts à ce pays contre des obligations à long terme. Ces obligations seraient assorties d'un taux d'intérêt plus élevé et auraient une valeur nominale inférieure au montant du prêt initial. En outre, le principal serait gagé au moyen d'obligations à coupon zéro qui seraient émises par le Trésor américain et achetées par les autorités mexicaines. Par ailleurs, la décision prise récemment de chercher à augmenter de près de 80 % le capital de la Banque mondiale laisse entrevoir que les pays débiteurs bénéficieront d'un soutien accru.

En décembre 1987, le Fonds monétaire international a mis en place une nouvelle facilité de prêt à l'intention des pays à faible revenu qui ont besoin d'une assistance concessionnelle. Désignée sous le nom de «facilité d'ajustement structurel renforcée», elle sera financée par des prêts et des contributions provenant d'un grand nombre de pays, dont le Canada. Il a aussi été convenu de reconstituer les ressources de l'Association internationale de développement, la filiale de la Banque mondiale qui accorde des prêts concessionnels aux pays à faible revenu.

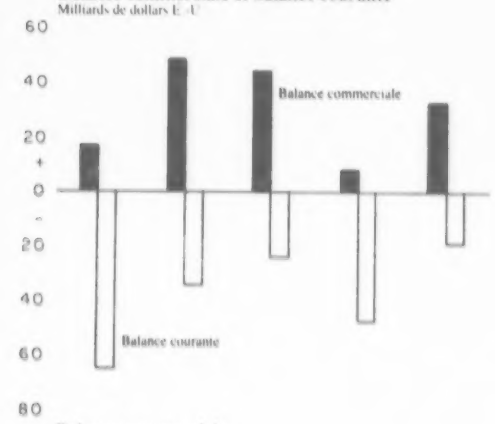
Malgré ces signes encourageants, la situation financière de nombre de pays lourdement endettés demeure précaire. À cause de la faible croissance de leur production et du volume limité de nouveaux concours financiers, ces pays ont éprouvé des difficultés à assurer le service de leur dette aux échéances prévues. Souvent aidés des conseils et du soutien financier du FMI et de la Banque mondiale, un grand nombre de pays en développement ont poursuivi leurs efforts pour mettre en place des politiques plus appropriées de gestion de la demande ainsi que divers ajustements à caractère structurel. Toutefois, la mise en œuvre de ces programmes a trop souvent connu des ratés.

En février 1987, le Brésil a suspendu le paiement des intérêts sur ses prêts bancaires à moyen et à long terme. Vers la fin de l'année, il a consenti à payer les intérêts courus au dernier trimestre de 1987, en puisant dans ses réserves et en contractant un prêt à court terme auprès des banques. Au début de 1988, le Brésil et les banques créancières étaient en négociation en

Pays en développement

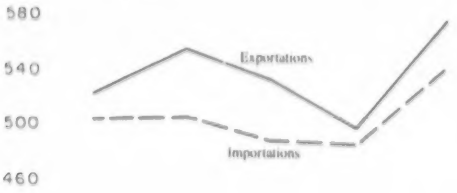
Balance commerciale et balance courante

Milliards de dollars E.-U.



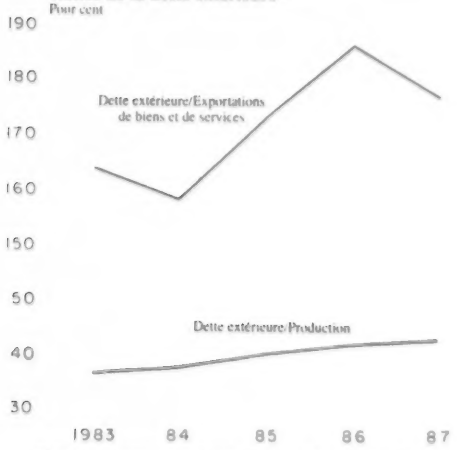
Balance commerciale

Milliards de dollars E.-U.



Ratios de la dette extérieure[1]

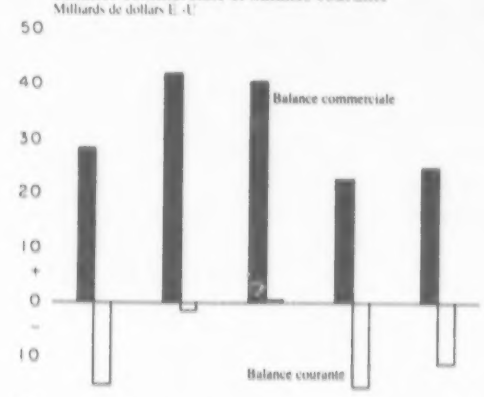
Pour cent



Quinze pays en développement lourdement endettés[2]

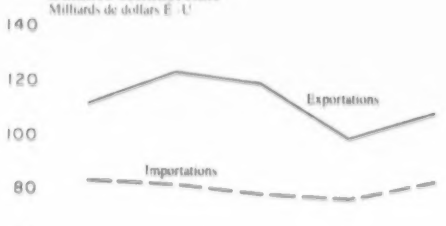
Balance commerciale et balance courante

Milliards de dollars E.-U.



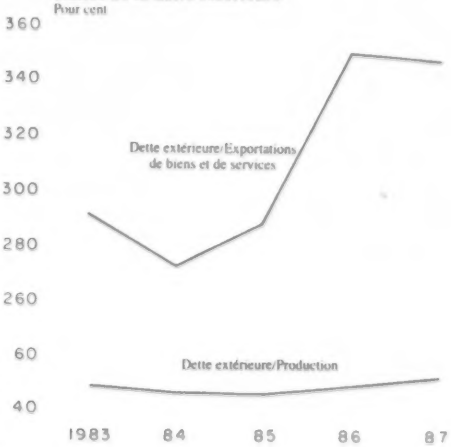
Balance commerciale

Milliards de dollars E.-U.



Ratios de la dette extérieure

Pour cent



[1] Les ratios s'appliquent seulement aux pays en développement importateurs de capitaux.

[2] L'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, la Côte-d'Ivoire, l'Équateur, le Maroc, le Mexique, le Nigéria, le Pérou, les Philippines, l'Uruguay, le Venezuela et la Yougoslavie.

vue de conclure un accord financier global à moyen terme. Le Brésil a aussi indiqué qu'il était disposé à engager des négociations avec le FMI sur un programme d'ajustement économique.

En 1987, la Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé en collaboration avec d'autres pays à deux ententes distinctes visant à octroyer un financement relais à l'Argentine. Dans les deux cas, les crédits consentis étaient liés au programme d'ajustement économique que l'Argentine a mis en place avec le concours du FMI et de la Banque mondiale. La part du Canada dans le premier prêt de 500 millions de dollars É.-U. conclu en mars était de 30 millions de dollars É.-U.; dans le second prêt, consenti en novembre et pouvant atteindre 500 millions de dollars É.-U., elle était de 28 millions de dollars É.-U. À la fin de l'année, l'Argentine avait remboursé ces deux prêts. Plus tôt dans l'année, le Mexique avait remboursé un prêt de même nature auquel le Canada avait participé.

Les opérations de la Banque du Canada

Les avances et les opérations sur titres de la Banque du Canada

Traditionnellement, les avoirs de la Banque du Canada sont constitués presque exclusivement de titres du gouvernement canadien. En 1985 et en 1986 toutefois, par suite des difficultés qu'ont éprouvées un certain nombre de petites banques, les avances octroyées aux membres de l'Association canadienne des paiements (ACP) s'étaient accrues au point de constituer une part exceptionnellement importante des avoirs de la Banque. Cependant, au cours de l'année dernière, la proportion des avances de la Banque par rapport aux avoirs qu'elle détient sous forme de titres du gouvernement a baissé considérablement.

En avril 1986, les avances avaient culminé à plus de 5 milliards de dollars. Au commencement de 1987, elles ne se chiffraient plus qu'à 868 millions de dollars et étaient surtout constituées du solde des avances qui avaient été accordées en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque. Avec la liquidation progressive des avoirs de ces deux banques insolvables, une partie des avances a pu être remboursée en 1987, et à la fin de l'année l'encours des prêts extraordinaires était tombé à 362 millions de dollars.

La Banque du Canada accorde également des avances ordinaires aux institutions financières, sous forme de prêts à un jour, lorsque des flux de paiement inattendus engendrent des insuffisances dans les comptes de réserve de ces établissements ou dans les comptes de compensation que ces derniers tiennent à la Banque du Canada. L'encours de ces avances, qui se chiffrait à 436 millions de dollars à la fin de 1987, a été remboursé le premier jour ouvrable de janvier 1988. On trouvera au Tableau III de l'Annexe un résumé des avances octroyées aux membres de l'ACP au cours de l'année.

La Banque du Canada octroie également des prêts, sous forme de prises en pension d'effets, aux courtiers en valeurs mobilières qui font aussi office d'agents agréés du marché monétaire. Le Tableau III de l'Annexe renferme un sommaire des transactions de ce type qui ont été effectuées au cours de 1987. Avant 1985, les opérations de pension se faisaient uniquement à la demande des agents agréés, qui les utilisaient comme source de fonds d'urgence lorsqu'ils considéraient que le financement au moyen de prêts à un jour des stocks de titres du marché monétaire était extrêmement onéreux. Depuis lors, aux opérations traditionnelles de pension se sont ajoutées les prises en pension «spéciales», qui se font non pas à la demande des agents agréés mais plutôt à l'initiative de la Banque du Canada qui en détermine le taux et le montant et fixe le moment où elles ont lieu.

Les prises en pension spéciales constituent pour la Banque un moyen d'atténuer les pressions à la hausse sur les taux de financement à un jour de façon plus immédiate que les ajustements du niveau des réserves des banques et plus directe que les opérations d'open market. La Banque a davantage effectué de prises en pension spéciales au cours de l'année dernière; ainsi, il y a eu pendant 63 jours en 1987 des opérations de prises en pension sur des montants moyens de 300 millions de dollars. Les cessions

en pension spéciales ont été, en revanche, beaucoup moins fréquentes. Il s'agit d'opérations qui visent à neutraliser les pressions à la baisse sur les taux du financement à un jour et que la Banque a effectuées pour la première fois en 1986. Au cours de l'année passée, des cessions en pension spéciales ont été faites à deux occasions à la mi-décembre, pour des montants de 275 millions et de 250 millions de dollars.

Le portefeuille-titres de la Banque s'est accru de 2 milliards de dollars environ en 1987. Cette hausse visait principalement à contrebalancer l'augmentation considérable du nombre de billets de banque en circulation en 1987, qui constitue un engagement de la Banque du Canada. Le Tableau IV de l'Annexe récapitule les transactions qui ont entraîné des modifications du portefeuille-titres de la Banque.

La presque totalité de l'accroissement du portefeuille-titres de la Banque est imputable aux bons du Trésor. C'est aux adjudications hebdomadaires d'avril, au moment où le marché monétaire était assez instable et où le dollar canadien redescendait par rapport aux niveaux élevés atteints plus tôt dans l'année, que la Banque a acheté le plus de bons du Trésor. Ses plus gros achats de bons du Trésor directement sur le marché ont été faits en novembre, lorsque, par suite de la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada, le système bancaire a procédé à une réduction substantielle de ses avoirs en bons du Trésor. Toutefois, en 1987, la Banque a réduit considérablement ses achats et ventes de bons du Trésor sur le marché par rapport à l'année précédente. Cet état de choses s'explique par le fait que la Banque a de plus en plus eu recours à des prises en pension spéciales, plutôt qu'à des achats et ventes de bons du Trésor sur le marché, pour influencer l'évolution des taux d'intérêt à court terme.

Les variations nettes, au cours de l'année, du portefeuille d'obligations négociables du gouvernement canadien détenu par la Banque ont été faibles et reflétaient les achats effectués à l'occasion de nouvelles émissions et les remboursements des émissions échues.

La gestion de la dette publique et du Trésor

La Banque du Ca[illegible]n sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, fournit à celui-ci conseils et services administratifs en matière de gestion de la dette publique. En 1987, la dette intérieure de l'État a augmenté de 24,5 milliards de dollars, alors qu'elle s'était accrue d'environ 17 milliards en 1986 et 29 milliards en 1985. Cette hausse par rapport à l'année précédente s'est produite en dépit d'une baisse continue du déficit des finances publiques. Le recours accru au financement a reflété le fait que plus de 5 milliards de dollars ont été ajoutés pour financer l'achat net de devises sur les marchés des changes. Au cours de l'année précédente, les ventes de dollars É.-U. sur les marchés des changes et la diminution des fonds détenus dans les comptes du Trésor s'étaient conjuguées pour provoquer une baisse d'environ 4,5 milliards de dollars des besoins de financement.

Un peu plus de la moitié de l'augmentation enregistrée par l'encours de la dette l'année dernière est imputable aux bons du Trésor à court terme et aux obligations d'épargne du Canada, dont le taux d'intérêt n'est maintenant fixé que pour une année. Le reste a été émis sous forme d'obligations négociables assorties de taux d'intérêt fixes et dont l'échéance varie de deux à plus de vingt ans. Le rôle plus important que d'habitude qu'ont joué les obligations d'épargne du Canada dans le programme d'emprunt du gouvernement tient aux ventes records d'obligations d'épargne réalisées à l'automne de 1987 ainsi qu'au recours moindre aux bons du Trésor qui en a découlé. Pour la première fois en cinq ans, le pourcentage des obligations d'épargne du Canada dans l'encours de la dette intérieure de l'État a augmenté, passant de 22 % à 23,5 %. La part des bons du Trésor a baissé dans des proportions comparables pour se situer à environ 32 %, alors que celle des obligations négociables est restée légèrement supérieure à 44 %. Par ailleurs, l'échéance moyenne du compartiment des titres négociables de la dette intérieure de l'État, qui est constitué des bons du Trésor et des obligations négociables, a été ramenée pendant l'année de 5 ans et 1 mois à 4 ans et 11 mois.

Au cours de l'année, 27 nouvelles émissions d'obligations négociables ont été lancées. On trouvera au Tableau V de l'Annexe les renseignements relatifs à ces émissions. Les échéances des nouvelles obligations étaient réparties assez également entre des termes de deux, trois, cinq, sept, dix et vingt ans, et l'échéance moyenne de ces émissions avoisinait les huit ans. Le placement des nouvelles émissions par adjudication, plutôt que par le recours traditionnel à un consortium composé de courtiers en valeurs mobilières et de banques, a continué de prendre de l'ampleur. En effet, près de la moitié du montant des nouvelles émissions de l'année a été placée par adjudication.

Le produit de la vente d'obligations d'épargne du Canada en 1987 a atteint le chiffre record de 17,5 milliards de dollars. La hausse nette de l'encours des obligations d'épargne durant l'année, c'est-à-dire déduction faite des sommes consacrées au remboursement de titres d'émissions en cours, équivalait à environ la moitié du montant des ventes. Les modalités de l'émission de 1987-1988, notamment un taux

d'intérêt de 9 % la première année et une limite d'achat au comptant de 75 000 dollars, ont été annoncées à la mi-octobre. L'accueil généralement favorable, mais sans l'être trop, qu'a suscité cette émission avait eu comme toile de fond quelques semaines de hausse continue des taux d'intérêt. Toutefois, ces taux ayant fortement chuté dans le sillage de la chute boursière du 19 octobre, le taux d'intérêt de 9 % dont étaient assorties les obligations est devenu très attrayant lorsque la campagne de souscription a été lancée la dernière semaine d'octobre. Les ventes ont atteint un niveau record bien que la limite d'achat par personne ait été ramenée de 75 000 à 20 000 dollars et que la campagne de vente au comptant ait été close une semaine seulement après le lancement.

Une fois de plus, les bons du Trésor ont été pour le gouvernement un moyen de financement particulièrement souple. Au cours des dix premiers mois de l'année, l'encours des bons du Trésor a augmenté de plus de 15 milliards de dollars. En novembre et en décembre, il a été réduit d'un montant de près de 11 milliards de dollars, le produit de la vente des obligations d'épargne du Canada ayant considérablement gonflé la trésorerie de l'État. Au cours de l'année, dans le cadre de la gestion de la trésorerie, des ajustements souvent de l'ordre de plusieurs centaines de millions de dollars ont été apportés de semaine en semaine aux montants des bons du Trésor à trois, à six et à douze mois offerts aux adjudications hebdomadaires régulières. Par ailleurs, en vue de combler des creux temporaires dans les disponibilités de trésorerie de l'État, des billets à plus court terme (de dix à trente-huit jours) ont été émis à sept reprises pour un montant total de 5 milliards de dollars, principalement dans le but de faire face, en début novembre, aux sorties de fonds liées aux obligations d'épargne du Canada.

Le tableau ci-après fait état de la variation globale ainsi que des variations par grande catégorie de détenteurs que l'encours des titres en dollars canadiens émis par le gouvernement a enregistrées en 1986 et en 1987. Au cours des dernières années, la participation accrue du public au marché des titres de l'État a absorbé sinon la totalité du moins le gros de l'augmentation de l'encours de la dette.

Résumé des variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement du Canada en 1986 et en 1987

Milliards de dollars (valeur nominale)

	1986	1987
Bons du Trésor	+10,3	+ 4,5
Obligations négociables	+11,3	+11,2
Obligations d'épargne du Canada	− 4,3	+ 8,8
Total	+17,3	+24,5
Ventilation par détenteur :		
Banque du Canada		
Bons du Trésor	+ 3,9	+ 1,9
Obligations négociables	− 1,3	+ 0,1
Total	+ 2,6	+ 2,0
Banques à charte		
Bons du Trésor	+ 2,5	− 3,7
Obligations négociables	0,0	+ 1,0
Total	+ 2,5	− 2,7
Comptes du gouvernement		
Bons du Trésor	− 0,1	0,0
Obligations négociables	− 0,6	+ 0,3
Total	− 0,7	+ 0,3
Public		
Bons du Trésor	+ 4,0	+ 6,3
Obligations négociables	+13,3	+ 9,7
Obligations d'épargne du Canada	− 4,3	+ 8,8
Total	+13,0	+24,8

La vigueur du dollar canadien aidant, le Fonds des changes a accumulé des réserves considérables au cours de l'année, ce qui a permis au gouvernement de rembourser en 1987 environ 775 millions de dollars É.-U. sur sa dette extérieure. Ainsi, il a remboursé en mars et en novembre deux emprunts arrivés à échéance, l'un de 400 millions et l'autre de 300 millions de francs suisses, et un emprunt obligataire de 750 millions de dollars É.-U. arrivant à échéance en juin a été refinancé en partie par une émission en yen sur le marché obligataire européen. Ce nouvel emprunt, le seul en monnaie étrangère

que le gouvernement a contracté au cours de l'année, consistait en une émission de 80 milliards de yen d'obligations 4⅜ % à cinq ans, soit l'équivalent de 550 millions de dollars É.-U. environ. L'emprunt en euro-yen à taux fixe a été converti par voie de swap en une dette en dollars É.-U. à taux d'intérêt variable.

À l'automne de 1986, le gouvernement a commencé à lancer sur le marché monétaire américain des billets à court terme appelés «bons du Canada». Au début de 1987, l'encours de ces bons était de 934 millions de dollars É.-U. Même si le gouvernement n'a pas eu l'année dernière un besoin urgent de recourir à ce moyen de financement pour augmenter ses réserves de devises, il en a néanmoins fait usage dans le but de s'assurer un accès continu à un coût avantageux aux fonds en dollars É.-U que procurent les bons du Canada. C'est ainsi que l'encours des bons du Canada a été maintenu à environ un milliard de dollars É.-U. et se situait à la fin de l'année à 1 070 millions de dollars É.-U.

Aucun tirage n'a été effectué sur les lignes de crédit renouvelables en dollars É.-U. mises à la disposition du gouvernement par les banques canadiennes et par un consortium de banques étrangères. Renégociée au cours du premier semestre de 1987, la ligne de crédit ouverte par les banques canadiennes est passée de 3,5 milliards à 3 milliards de dollars É.-U., elle comporte des commissions d'engagement moins élevées et des options de tirage moins onéreuses et sera en vigueur jusqu'en juin 1992.

Depuis avril 1986, le gouvernement canadien offre régulièrement une portion de ses disponibilités de trésorerie à des échéances précises par voie d'appels de soumissions concurrentielles. La Banque du Canada participe à ce processus en sa qualité d'agent financier du gouvernement et conseille ce dernier en ce qui concerne les montants, les échéances et la fréquence des adjudications, selon l'ampleur des liquidités excédentaires. Les soumissionnaires admissibles sont les adhérents de l'Association canadienne des paiements. Au cours de 1987, les adjudications ont généralement eu lieu deux fois par semaine, et les montants offerts allaient de 100 millions à 4,9 milliards de dollars. Il est arrivé que les montants soient assortis de plus d'une échéance à la même adjudication, et les échéances ont varié au cours de l'année entre 2 et 24 jours. En novembre, lorsque les comptes de l'État ont enregistré une hausse marquée par suite de la campagne de vente des obligations d'épargne du Canada, l'encours des dépôts à terme a culminé à 12,3 milliards de dollars.

Les opérations de change

En 1987, le cours du dollar canadien s'est accru de 1,9 % vis-à-vis des monnaies des pays du Groupe des dix, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, tandis qu'il s'appréciait de 6,2 % par rapport au dollar É.-U. Cet écart traduit l'importante baisse du dollar canadien et du dollar É.-U. relativement aux monnaies des grands pays d'outre-mer, particulièrement dans les derniers mois de l'année. En 1987, le dollar canadien s'est déprécié de 15,3 % par rapport à ces monnaies, sa baisse la plus importante s'étant produite au quatrième trimestre.

L'appréciation du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. est survenue en grande partie durant les trois premiers mois et demi de l'année, la devise canadienne étant passée de 0,7244 dollar É.-U. à la fin de 1986 à 0,7688 dollar É.-U. à la mi-avril 1987. Après avoir été en butte à des pressions à la baisse durant la deuxième quinzaine d'avril et pendant la majeure partie de mai, le dollar canadien s'est en général raffermi au cours des cinq mois suivants pour atteindre le 19 octobre 0,7721 dollar É.-U., son sommet pour 1987. Il s'est de nouveau replié brièvement à la suite de la chute boursière mais s'est redressé durant la majeure partie de novembre et de décembre pour clôturer l'année à 0,7696 dollar É.-U.

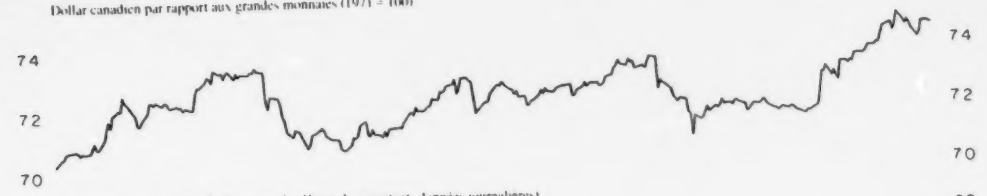
Le dollar canadien a continué de se raffermir au début de 1988 et cotait approximativement 0,79 dollar É.-U. à la fin de février. Son cours moyen pondéré en fonction des échanges commerciaux a augmenté d'environ 4,0 % au cours de janvier et février, ce qui traduisait aussi une appréciation du dollar É.-U. par rapport aux grandes monnaies d'outre-mer.

Les opérations de change que la Banque du Canada a effectuées sur le marché, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, ont encore visé à assurer un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes. Comme le cours de la devise canadienne a été soumis en général à de fortes pressions à la hausse durant l'année, les achats officiels de devises ont largement excédé les ventes officielles. Les réserves officielles de change du Canada, qui équivalaient à 4 095,6 millions de dollars É.-U. à la fin de 1986, sont passées à 8 203,2 millions de dollars É.-U. à la fin de 1987, ce qui a compensé en partie les baisses nettes des réserves de change enregistrées les années précédentes. En janvier 1988, ces réserves se sont gonflées d'un montant supplémentaire de 1 330,0 millions de dollars É.-U.

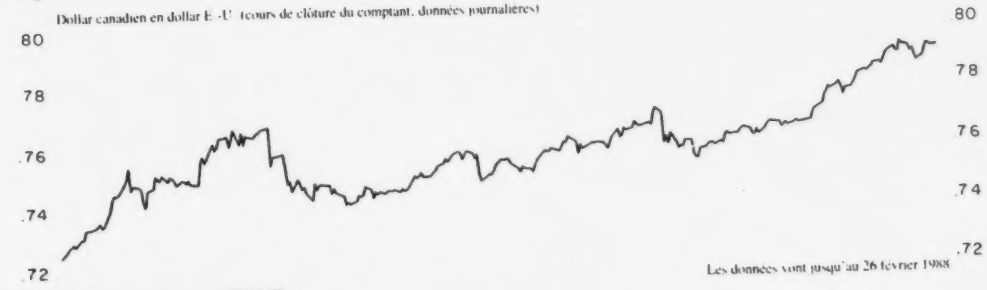
À plusieurs reprises au cours de l'année, le Canada a participé, de concert avec d'autres pays membres du Groupe des sept, à des opérations portant sur le cours du dollar É.-U. par rapport au mark allemand, d'une part, et au yen, d'autre part. De telles interventions s'inscrivaient dans l'engagement pris par le Canada d'appuyer les mesures énoncées dans l'accord du Louvre. La participation du Canada à ces initiatives s'est soldée par une modification de la composition, et non du montant global, de ses réserves.

Taux de change

Dollar canadien par rapport aux grandes monnaies (1971 = 100)



Dollar canadien en dollar É.-U. (cours de clôture du comptant, données journalières)

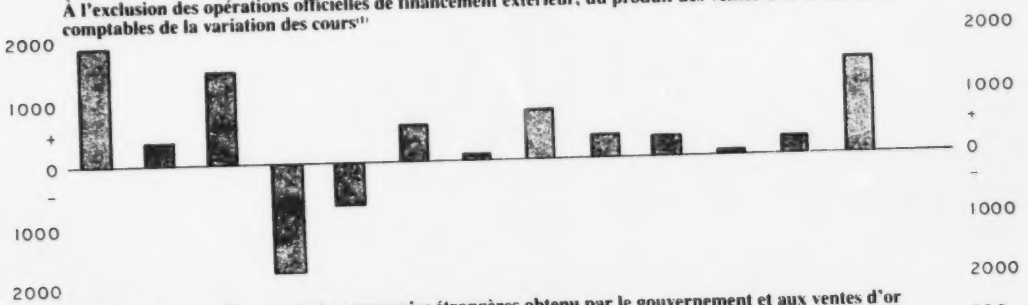


Les données vont jusqu'au 26 février 1988

Variations des réserves officielles

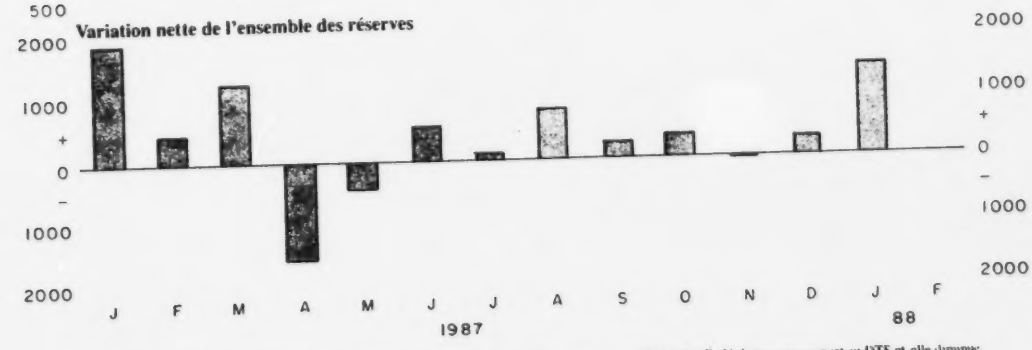
Millions de dollars É.-U., données mensuelles

À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours[1]



Variations liées au financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement et aux ventes d'or

Variation nette de l'ensemble des réserves



J F M A M J J A S O N D J F

1987 88

[1] La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le dollar É.-U. baisse par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire

La monnaie, le service de la dette et les opérations bancaires

En plus des activités qui ont été examinées dans les sections précédentes de ce Rapport, la Banque du Canada est chargée de l'émission des billets de banque et elle s'occupe du service de la dette publique en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien. La Banque fournit également des services bancaires au gouvernement et tient les comptes de dépôt des membres de l'Association canadienne des paiements ainsi que ceux d'un certain nombre de banques centrales étrangères et d'organismes internationaux. C'est également elle qui garde les soldes non réclamés des comptes tenus dans les banques à charte, qui sont transférés à la banque centrale après avoir été inactifs pendant dix ans. Des registres de tous les soldes non réclamés conservés à la Banque du Canada peuvent être consultés gratuitement dans toutes ses Agences.

Les fonctions décrites ci-dessus entraînent le traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données. Bien que la Banque compte de plus en plus sur les systèmes informatisés de traitement pour faire face à la charge de travail, environ la moitié de son personnel continue de participer directement à l'exécution de ces fonctions.

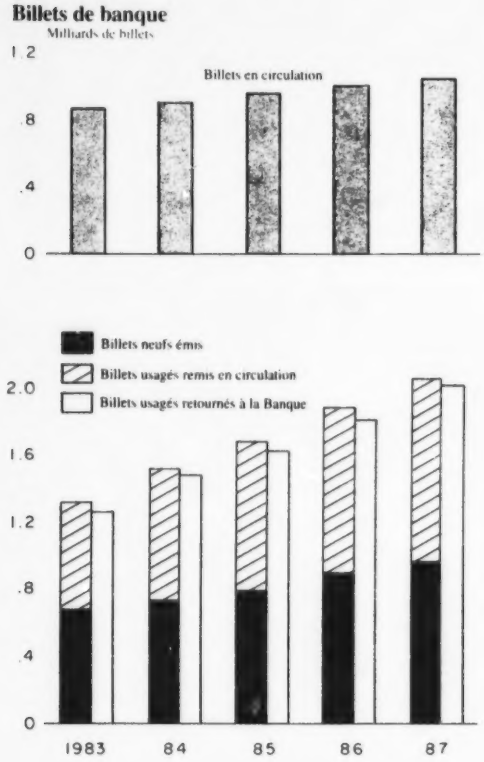
L'émission des billets de banque

Ces dernières années, le nombre de billets de banque en circulation a augmenté d'environ 5 % par an. Cependant, ce rythme de progression s'est ralenti durant la deuxième moitié de 1987, par suite de la mise en circulation par le gouvernement d'une nouvelle pièce de 1 dollar. On estime que, depuis leur lancement, les pièces de 1 dollar ont remplacé environ 20 millions de billets. Toutefois, 330 millions de billets de 1 dollar étaient toujours en circulation à la fin de l'année. Selon les plans actuels, l'émission du billet de 1 dollar cessera en 1989. Cependant, comme tous les billets émis par la Banque du Canada, le billet de 1 dollar aura toujours cours légal et conservera sa pleine valeur nominale.

Le volume des billets de banque traités par la Banque du Canada a augmenté beaucoup plus rapidement que l'ensemble des billets en circulation. Le nombre de billets usagés retournés à la Banque par les institutions financières aux fins de traitement s'est accru de plus de 10 % en 1986 et en 1987. Plus de la moitié de ces billets ont été remis en circulation, alors que les autres, jugés impropres à la circulation, ont été détruits par la Banque. De nouveaux billets sont émis pour remplacer ceux qui sont retirés de la circulation et pour répondre à l'accroissement net de la demande.

Le flux croissant de billets entre la Banque et les institutions financières s'explique en partie par l'augmentation du nombre de guichets automatiques. Plus de 800 guichets ont été installés au cours de chacune des cinq dernières années, et il y en a maintenant plus de 5 000 en service au Canada. La facilité accrue avec

Billets de banque



laquelle les gens ont accès aux billets de banque semble les avoir incités à effectuer davantage de paiements en espèces. Ce phénomène s'est traduit par une augmentation de la quantité de billets que commandent les institutions financières pour alimenter leurs guichets automatiques et par un accroissement du volume des billets retournés à la Banque du Canada par les institutions qui reçoivent de leurs clients plus de billets qu'elles n'en ont besoin. Le flux de billets entre la Banque et les institutions financières a aussi eu tendance à s'accroître en raison du bon état dans lequel doivent se trouver les billets destinés aux guichets automatiques; en effet, le nombre de billets jugés inutilisables qui ont été retirés de la circulation et le nombre de billets neufs émis par la Banque ont augmenté.

En 1987, la Banque a mené à terme un programme pluriannuel visant à doter toutes ses Agences d'un équipement ultra-rapide de traitement des billets. Cet équipement est nécessaire pour traiter le volume accru de billets usagés et garantir la très bonne qualité des billets remis en circulation. Les machines en question comptent les billets usagés, en vérifient l'authenticité et la coupure, trient les billets réutilisables et les billets impropres à la circulation et déchiquettent ces derniers.

Le service de la dette

En 1987, le volume global de travail lié au service de la dette a baissé. La diminution du nombre de certificats remboursés et du nombre de versements d'intérêts a plus que contrebalancé l'augmentation de la charge de travail relative aux nouvelles émissions de titres de dette.

Plus de 80 % du volume global des certificats traités et des versements d'intérêts effectués concernent les obligations d'épargne du Canada. Le volume des certificats d'obligations d'épargne du Canada à intérêt régulier, qui sont préparés et immatriculés par la Banque du Canada l'année de leur émission, a connu une hausse spectaculaire en 1987, reflétant les ventes records des obligations d'épargne du Canada de l'émission de 1987-1988. Il y a eu en revanche une baisse des activités liées au traitement des obligations d'épargne du Canada à intérêt composé. Ce travail s'effectue principalement au début de l'année qui suit la campagne de souscription; ainsi, la baisse enregistrée en 1987 s'explique par des ventes moins élevées en 1986 que l'année précédente.

Au cours de 1987, la Banque a pris de nouvelles mesures en vue d'améliorer l'administration de la dette par l'implantation de systèmes automatisés supplémentaires. Ces systèmes permettent un traitement plus économique et plus rapide des certificats remboursés et des paiements d'intérêts retournés. En outre, la Banque du Canada a confié en 1987 à Approvisionnements et Services Canada l'impression et la distribution des paiements d'intérêts et des relevés relatifs aux obligations d'épargne du Canada. Cette délégation de responsabilités permet de tirer parti du fait que les opérations de traitement à ce ministère sont plus économiques puisqu'elles sont menées sur une plus grande échelle, durant toute l'année et à différents endroits du pays.

L'accroissement du volume et de la précision des renseignements que les institutions financières fournissent à la Banque sous une forme exploitable par machine a également permis d'améliorer l'efficacité du traitement ces dernières années. En outre, l'élimination de la plupart des certificats et coupons d'intérêts d'obligations d'épargne du Canada de l'ancien type, qui ne se prêtaient pas au traitement électronique, a également accru l'efficacité des opérations; la dernière émission d'obligations de l'ancien type est arrivée à échéance en novembre 1985.

Les effets conjugués de la réduction du volume de travail et de l'amélioration de l'efficacité ont entraîné, en 1987, une baisse du nombre des employés affectés par la Banque à l'administration de la dette publique. Cette baisse explique la diminution de près de 2 % du nombre total d'années-personnes utilisées à la Banque, comme le fait ressortir l'état des revenus et dépenses. La réduction des effectifs a surtout touché les employés temporaires que la Banque embauche pour la période de pointe des activités relatives aux obligations d'épargne du Canada. Cette période de pointe annuelle est liée à la campagne de vente des obligations d'épargne du Canada, qui se déroule à l'automne, au paiement des intérêts et au rachat d'obligations échues, qui s'effectuent en novembre.

La Caisse canadienne de dépôt de valeurs Ltée

La Banque du Canada collabore aux efforts de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Ltée (CDS) visant à améliorer davantage l'efficacité des activités de compensation et de règlement des opérations sur titres. À cet égard, des dispositions prises en 1987 permettront le traitement des nouvelles obligations intérieures du gouvernement du Canada par le biais du Service de distribution des nouvelles émissions (SDNE) de la CDS. Les opérations effectuées avant la livraison d'une nouvelle émission pourront dorénavant être réglées entre les membres qui participent au SDNE. La première émission d'obligations du gouvernement du Canada à être traitée par le SDNE est celle qui a été lancée par adjudication le 23 février 1988, en remboursement de l'émission échéant le 6 mars.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars*

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens			
						Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Gouvernement canadien	Autres
1987									
Janvier	+ 780	− 1 055	+ 320	− 110	− 1 878	+ 401	− 239	+ 1 629	+ 21
Février	− 1 001	− 32	− 152	− 165	+ 8	− 451	+ 173	− 1 086	+ 6
Mars	− 734	+ 1 050	− 120	− 135	+ 136	+ 613	− 88	− 582	− 19
Avril	+ 1 519	− 1 054	− 125	+ 87	+ 262	− 234	+ 275	+ 104	+ 21
Mai	+ 273	+ 1	+ 215	+ 10	+ 293	+ 64	− 354	+ 500	− 3
Juin	+ 838	− 4	− 399	+ 14	+ 939	− 70	− 8	− 389	− 22
Juillet	+ 291	− 1	+ 328	− 2	− 163	+ 131	+ 70	+ 544	+ 33
Août	− 710	+ 298	− 364	− 88	− 83	− 108	+ 98	− 754	− 18
Septembre	− 358	+ 323	− 120	− 20	+ 101	− 398	+ 138	− 7	− 10
Octobre	+ 1 299	− 619	+ 141	+ 66	− 85	+ 326	− 287	+ 482	+ 449
Novembre	− 487	− 1	− 171	+ 48	+ 209	− 418	+ 254	− 436	− 219
Décembre	+ 274	+ 1 197	+ 377	+ 305	+ 1 797	+ 345	+ 13	− 31	+ 29
Variation pour l'année	+ 1 984	+ 103	− 69	+ 11	+ 1 536	+ 203	+ 46	− 25	+ 270
1988									
Janvier	− 514	− 1 200	− 56	− 123	− 2 155	− 435	− 191	+ 932	− 45

*Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

ANNEXE TABLEAU II

Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Réserves-encaisse des banques			
		Montant minimum requis : Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1987					
Janvier	**1–15**	5 437	3 156	2 281	2 305
	16–31				2 388
Février	**1–15**	5 589	3 512	2 076	2 204
	16–28				2 177
Mars	**1–15**	5 329	3 057	2 272	2 319
	16–31				2 342
Avril	**1–15**	5 417	3 043	2 373	2 437
	16–30				2 457
Mai	**1–15**	5 499	3 000	2 499	2 572
	16–31				2 628
Juin	**1–15**	5 632	3 118	2 514	2 547
	16–30				2 611
Juillet	**1–15**	5 613	3 106	2 507	2 563
	16–31				2 664
Août	**1–15**	5 642	3 246	2 396	2 506
	16–31				2 483
Septembre	**1–15**	5 581	3 353	2 229	2 264
	16–30*	5 668	3 396	2 272	2 346
Octobre	**1–15**	5 678	3 420	2 258	2 363
	16–31				2 470
Novembre	**1–15**	5 601	3 385	2 216	2 386
	16–30				2 284
Décembre	**1–15**	5 838	3 407	2 431	2 463
	16–31				2 545
1988					
Janvier	**1–15**	5 385	3 483	1 902	1 987
	16–31				2 023
Février	**1–15**	5 563	4 021	1 542	1 606

*Les données reflètent le fait que la Banque d'Épargne de la Cité et du District de Montréal – rebaptisée «Banque Laurentienne du Canada» – est devenue une banque à charte le 28 septembre 1987.

Réserves-encaisse des banques			Soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements	
Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
14	331	0,017	80	21
17	1 812	0,076		
14	1 782	0,089	114	20
14	1 414	0,071		
14	654	0,034	86	22
16	1 106	0,050		
15	959	0,046	105	21
15	1 251	0,059		
18	1 307	0,052	87	20
13	1 677	0,091		
15	495	0,023	101	22
16	1 557	0,068		
14	785	0,039	119	22
18	2 821	0,110		
14	1 545	0,077	97	21
15	1 309	0,061		
15	527	0,025	120	21
15	1 093	0,051		
15	1 581	0,073	175	21
17	3 598	0,147		
14	2 373	0,120	211	20
15	1 024	0,048		
15	477	0,022	157	21
19	2 155	0,079		
14	1 196	0,062	165	20
14	1 692	0,087		
15	952	0,046		

ANNEXE TABLEAU III

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Avances aux banques à charte		Pensions		Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP	
		Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[2]
1987							
Janvier	**1–15**	10	815,3	4	34,1	9	16,0
	16–31	11	785,6	10	529,1		
Février	**1–15**	10	758,5	8	219,8	8	12,9
	16–28	10	748,5	1	90,3		
Mars	**1–15**	10	700,9	4	97,9	12	18,9
	16–31	12	700,0	10	294,9		
Avril	**1–15**	11	691,6	5	54,2	8	14,8
	16–30	10	678,4	6	81,6		
Mai	**1–15**	11	643,9	2	14,6	10	22,1
	16–31	9	648,9	5	109,5		
Juin	**1–15**	11	621,9	4	74,3	11	26,2
	16–30	11	595,0	8	274,8		
Juillet	**1–15**	10	574,5	6	183,2	9	16,5
	16–31	12	577,9	6	260,3		
Août	**1–15**	10	553,0	4	155,5	8	12,6
	16–31	11	516,3	2	30,0		
Septembre	**1–15**	10	499,1	1	2,6	10	22,4
	16–30	11	460,6	6	145,8		
Octobre	**1–15**	10	445,0	5	96,3	7	19,7
	16–31	11	455,0	7	218,7		
Novembre	**1–15**	9	431,1	7	470,3	8	28,7
	16–30	11	386,1	7	68,1		
Décembre	**1–15**	11	395,6	6	120,4	11	11,7
	16–31	10	420,8	4	117,4		
1988							
Janvier	**1–15**	10	389,5	5	148,8	9	19,2
	16–31	10	379,6	5	283,2		
Février	**1–15**	11	346,1	10	287,6		

[1] Pour obtenir les chiffres de ces colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques à charte et des pensions par le nombre de jours ouvrables compris dans la période de réserve.

[2] Pour obtenir les chiffres de cette colonne, on a divisé la somme des avances consenties pendant le mois aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP par le nombre de jours durant lesquels s'effectuent les opérations de compensation.

ANNEXE TABLEAU IV

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

	Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques							
	Bons du Trésor	Obligations				Acceptations bancaires	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
		3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			
1987								
Janvier	−2 299,0	–	–	–	–	–	−2 299,0	+1 710,3
Février	+ 0,0	–	–	–	–	–	+ 0,0	− 807,3
Mars	− 645,0	–	–	–	–	–	− 645,0	− 239,3
Avril	+ 210,0	–	–	–	–	–	+ 210,0	− 663,7
Mai	− 475,0	–	–	–	–	–	− 475,0	+ 207,0
Juin	+ 0,0	–	–	–	–	–	+ 0,0	+ 487,0
Juillet	+ 63,0	–	–	–	–	–	+ 63,0	+ 118,8
Août	+ 55,0	–	−0,2	–	+0,2	–	+ 55,0	− 812,8
Septembre	− 154,3	–	–	–	–	–	− 154,3	+ 0,0
Octobre	+ 432,0	–	–	–	–	–	+ 432,0	+1 160,7
Novembre	+ 911,0	–	–	–	–	–	+ 911,0	−1 160,7
Décembre	+ 218,0	–	–	–	–	–	+ 218,0	+ 171,0
Total	−1 684,3	–	−0,2	–	+0,2	–	−1 684,3	+ 171,0
1988								
Janvier	− 145,0	–	–	–	–	–	− 145,0	+1 139,6

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (−) le contraire.

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU IV (suite)

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients				Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires			
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients		Bons	Obligations	Acceptations bancaires	Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations				
+1 378,9	+ 85,0	− 81,3	+0,5	+ 700,9	+ 93,5	–	+ 794,4
− 53,7	+100,0	− 266,9	−1,5	−1 119,9	+ 90,5	–	−1 029,4
+ 678,2	− 87,1	− 455,4	+0,9	− 665,5	− 82,2	–	− 747,7
+2 353,2	+ 20,0	− 394,1	–	+1 509,4	+ 16,0	–	+1 525,4
+ 537,4	+ 47,6	− 34,4	−2,0	+ 235,0	+ 45,6	–	+ 280,6
+ 643,1	− 46,4	− 246,0	+1,5	+ 866,0	− 26,8	–	+ 839,2
+ 759,4	−149,4	− 454,4	–	+ 474,9	−137,5	–	+ 337,4
+ 303,0	+ 50,0	− 342,2	–	− 767,0	+ 20,0	–	− 747,0
+ 6,3	+ 63,5	− 292,4	–	− 440,4	+ 63,5	–	− 376,9
+ 236,1	+ 30,4	− 487,1	+1,0	+1 338,7	+ 34,4	–	+1 373,1
− 306,4	− 11,8	+ 55,3	–	− 497,8	− 14,8	–	− 512,6
+ 366,9	+ 9,8	− 510,6	+0,7	+ 245,3	+ 10,5	–	+ 255,8
+6 902,4	+111,6	−3 509,5	+1,1	+1 879,6	+112,7	–	+1 992,3
+ 614,0	+ 5,0	− 861,9	+2,8	− 481,3	+ 7,8	–	− 473,5

ANNEXE TABLEAU V

Titres négociables du gouvernement canadien : Émissions et remboursements

Date en 1987	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens					
6 janv.	8½ % 1er mars 1992	5 ans, 1 mois et 26 jours	8,65	550	
29 janv.	8 % 1er juillet 1990	3 ans, 5 mois et 3 jours	8,17	150	
	8¼ % 1er mars 1994	7 ans, 1 mois et 3 jours	8,30	400	
	8¼ % 1er mars 1997	10 ans, 1 mois et 3 jours	8,40	425	
				975	
1er févr.	15½ % 1er février 1987				4[1]
19 févr.	8 % 1er juillet 1990	3 ans, 4 mois et 10 jours	7,74	175[2]	
	8¼ % 1er mars 1994	7 ans et 10 jours	8,18	175[3]	
	8¼ % 1er mars 1997	10 ans et 10 jours	8,32	375[4]	
	8½ % 1er juin 2011	24 ans, 3 mois et 10 jours	8,53	375	
				1 100	
5 mars	12 % 5 mars 1987				400[5]
	8 % 5 mars 1989	2 ans	8,03	600	
12 mars	7¼ % 1er avril 1992	5 ans et 20 jours	7,95	600	
15 mars	15 % 15 mars 1987				800[6]
	8 % 1er juillet 1990	3 ans, 3 mois et 17 jours	7,89	275[7]	
	8¼ % 1er mars 1994	6 ans, 11 mois et 17 jours	8,20	225[8]	
	8¼ % 1er mars 1997	9 ans, 11 mois et 17 jours	8,32	325[9]	
	8½ % 1er juin 2011	24 ans, 2 mois et 17 jours	8,63	375[10]	
				1 200	
18 mars					14[11]
					11[12]
					7[13]
					18[14]
					5[15]
16 avril	7½ % 1er août 1990	3 ans, 3 mois et 15 jours	7,73	500	
	7¾ % 15 juillet 1994	7 ans, 2 mois et 29 jours	7,97	400	
				900	
1er mai	12¼ % 1er mai 1987				650[16]
	8½ % 1er mars 1992	4 ans et 10 mois	8,82	475[17]	
	8¾ % 1er juin 1996	9 ans et 1 mois	9,03	200[18]	
	9 % 1er mars 2011	23 ans et 10 mois	9,23	325[19]	
				1 000	
21 mai	9¼ % 1er juillet 1992	5 ans, 1 mois et 11 jours	9,34	500	
1er juin	13 % 1er juin 1987				375[20]
	14¾ % 1er juin 1987				250[21]
	9 % 1er août 1990	3 ans et 2 mois	9,27	225[22]	
	9¼ % 1er mai 1996	8 ans et 11 mois	9,50	650[23]	
				875	

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V (suite)

Titres négociables du gouvernement canadien : Émissions et remboursements

Date en 1987	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens					
6 juin	10 % 6 juin 1987				450[24]
	9 % 6 juin 1989	2 ans	9,16	550	
18 juin	9¼ % 1er octobre 1994	7 ans, 3 mois et 13 jours	9,40	450	
1er juill.	8¼ % 1er juillet 1987				525[25]
	15 % 1er juillet 1987				1[26]
	8¾ % 15 décembre 1991	4 ans, 5 mois et 14 jours	9,10	250[27]	
	9¼ % 1er mai 1996	8 ans et 10 mois	9,20	425[28]	
	9½ % 1er juin 2010	22 ans et 11 mois	9,50	325[29]	
				1 000	
23 juill.	9 % 1er septembre 1991	4 ans, 1 mois et 9 jours	9,13	500	
30 juill.	9¼ % 1er octobre 1994	7 ans, 2 mois et 2 jours	9,57	450[30]	
13 août	9¼ % 1er juillet 1992	4 ans, 10 mois et 19 jours	9,70	275[31]	
	9¼ % 1er octobre 1997	10 ans, 1 mois et 19 jours	9,90	475	
				750	
1er sept.	13½ % 1er septembre 1987				150[32]
	14¼ % 1er septembre 1987				1[33]
	9 % 1er août 1990	2 ans et 11 mois	9,56	300[34]	
	9¼ % 1er juillet 1992	4 ans et 10 mois	9,67	350[35]	
	9¼ % 1er octobre 1997	10 ans et 1 mois	9,97	225[36]	
	10 % 1er juin 2008	20 ans et 9 mois	10,20	225[37]	
				1 100	
6 sept.	9¼ % 6 septembre 1987				500[38]
	9¼ % 6 septembre 1989	2 ans	9,86	550	
24 sept.	10¼ % 1er juin 1992	4 ans, 8 mois et 7 jours	10,68	500[39]	
1er oct.	5 % 1er octobre 1987				94[40]
15 oct.	13 % 15 octobre 1987				450[41]
	10¼ % 15 décembre 1990	3 ans et 2 mois	10,62	200[42]	
	10¼ % 1er juin 1992	4 ans, 7 mois et 17 jours	10,70	350[43]	
	10¾ % 15 mars 1998	10 ans et 5 mois	10,95	250	
	11 % 1er juin 2009	21 ans, 7 mois et 17 jours	11,17	300[44]	
				1 100	
5 nov.	10¾ % 1er mai 1993	5 ans, 5 mois et 26 jours	10,34	500[45]	
15 nov.	12 % 15 novembre 1987				475[46]
	9¼ % 1er octobre 1997	9 ans, 10 mois et 16 jours	9,89	450[47]	
1er déc.	8 % 1er décembre 1987				0[48]
6 déc.	9¼ % 6 décembre 1987				500[49]
	9¼ % 6 décembre 1989	2 ans	9,34	500	

Date en 1987	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens					
15 déc.	11 % 15 décembre 1987				900[50]
	9¼ % 1er mai 1991	3 ans, 4 mois et 17 jours	10,10	200[51]	
	10¼ % 1er mars 1996	8 ans, 2 mois et 17 jours	10,36	475[52]	
	10½ % 1er octobre 2004	16 ans, 9 mois et 17 jours	10,53	275[53]	
				950	
	Ensemble des obligations en dollars canadiens			17 650	6 580
	Ensemble des bons du Trésor			200 950	196 450
Titres libellés en monnaies étrangères					
8 mars	400 millions de FS billets à 7¼ % échéant le 8 mars 1987				341[54]
20 mars					10[55]
15 avril					1[56]
1er juin	50 millions de dollars É.-U. billets à 16⅜ % échéant le 1er juin 1987				67[57]
16 juin	750 millions de dollars É.-U. billets à 14⅜ % échéant le 16 juin 1987				1 006[58]
25 juin	80 000 millions de yen obligations à 4⅛ % échéant le 25 juin 1992	5 ans		727[59]	
15 oct.	44 millions de dollars É.-U. obligations à 5 % échéant le 15 octobre 1987				57[60]
15 nov.	300 millions de FS billets à 4⅞ % échéant le 15 novembre 1987				282[61]
	Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères			727	1 764
	Ensemble des bons du Canada*			7 949	7 837

*Les bons du Canada sont des billets à court terme libellés en dollars É.-U. dont l'échéance ne dépasse pas 270 jours.

(1) Échéance d'obligations 15½ % émises le 1er février 1982 et le 1er août 1982

(2) En plus des 150 millions de dollars d'obligations 8 % échéance 1er juillet 1990 déjà en circulation

(3) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 8¼ % échéance 1er mars 1994 déjà en circulation

(4) En plus des 425 millions de dollars d'obligations 8¼ % échéance 1er mars 1997 déjà en circulation

(5) Échéance d'obligations 12 % émises le 26 mars 1985

(6) Échéance d'obligations 15 % émises le 31 mars 1982 et le 1er mai 1982

(7) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 8 % échéance 1er juillet 1990 déjà en circulation

(8) En plus des 575 millions de dollars d'obligations 8¼ % échéance 1er mars 1994 déjà en circulation

(9) En plus des 800 millions de dollars d'obligations 8¼ % échéance 1er mars 1997 déjà en circulation

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V (suite)

(10) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er juin 2011 déjà en circulation
(11) Annulation de 13,5 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er octobre 2003
(12) Annulation de 10,9 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 15 octobre 1999
(13) Annulation de 7,3 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 15 juin 1994
(14) Annulation de 18,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 15 mai 1997
(15) Annulation de 4,5 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er février 2002
(16) Échéance d'obligations 12¼ % émises le 8 mai 1984, le 22 août 1984, le 12 septembre 1984 et le 1er octobre 1984
(17) En plus des 550 millions de dollars d'obligations 8½ % échéance 1er mars 1992 déjà en circulation
(18) En plus des 1 975 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 1er juin 1996 déjà en circulation
(19) En plus des 1 300 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er mars 2011 déjà en circulation
(20) Échéance d'obligations 13 % émises le 1er juin 1984, le 19 juin 1984 et le 11 juillet 1984
(21) Échéance d'obligations 14¼ % émises le 1er juin 1982
(22) En plus des 500 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er août 1990 déjà en circulation
(23) En plus des 475 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er mai 1996 déjà en circulation
(24) Échéance d'obligations 10 % émises le 6 juin 1985
(25) Échéance d'obligations 8¼ % émises le 1er juillet 1977, le 1er septembre 1977 et le 15 décembre 1977
(26) Échéance d'obligations 15 % émises le 1er juillet 1982
(27) En plus des 1 600 millions de dollars d'obligations 8¾ % échéance 15 décembre 1991 déjà en circulation
(28) En plus des 1 125 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er mai 1996 déjà en circulation
(29) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 9½ % échéance 1er juin 2010 déjà en circulation
(30) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er octobre 1994 déjà en circulation
(31) En plus des 500 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er juillet 1992 déjà en circulation
(32) Échéance d'obligations 13½ % émises le 1er août 1984
(33) Échéance d'obligations 14¼ % émises le 1er septembre 1982
(34) En plus des 725 millions de dollars d'obligations 9 % échéance 1er août 1990 déjà en circulation
(35) En plus des 775 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er juillet 1992 déjà en circulation
(36) En plus des 475 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er octobre 1997 déjà en circulation
(37) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 1er juin 2008 déjà en circulation
(38) Échéance d'obligations 9¼ % émises le 6 septembre 1985
(39) En plus des 750 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er juin 1992 déjà en circulation
(40) Échéance d'obligations du CN à 5 % émises le 1er octobre 1960
(41) Échéance d'obligations 13 % émises le 15 octobre 1982
(42) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 15 décembre 1990 déjà en circulation
(43) En plus des 1 250 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er juin 1992 déjà en circulation
(44) En plus des 625 millions de dollars d'obligations 11 % échéance 1er juin 2009 déjà en circulation
(45) En plus des 1 050 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er mai 1993 déjà en circulation
(46) Échéance d'obligations 12 % émises le 1er novembre 1982, le 1er avril 1984 et le 24 octobre 1984
(47) En plus des 700 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er octobre 1997 déjà en circulation
(48) Échéance d'obligations 8 % émises le 1er décembre 1980
(49) Échéance d'obligations 9¼ % émises le 6 décembre 1985
(50) Échéance d'obligations 11 % émises le 15 décembre 1982, le 1er août 1983, le 1er septembre 1983 et le 15 décembre 1984
(51) En plus des 625 millions de dollars d'obligations 9¼ % échéance 1er mai 1991 déjà en circulation
(52) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 10¼ % échéance 1er mars 1996 déjà en circulation
(53) En plus des 600 millions de dollars d'obligations 10½ % échéance 1er octobre 2004 déjà en circulation
(54) Échéance de 400 millions de FS de billets 7¼ % émis le 8 mars 1982
(55) Annulation, par le Fonds de rachat, de 12 millions de FS d'obligations 3⅜ % échéance 20 mars 1989
(56) Rachat partiel par le Fonds d'amortissement, à la valeur nominale, de 0,8 million de dollars É.-U. d'obligations 5 % échéance 15 octobre 1987
(57) Échéance de 50 millions de dollars É.-U. de billets 16⅜ % émis par Canadair le 1er juin 1982 et dont le gouvernement canadien s'est engagé le 12 février 1986 à assumer le remboursement
(58) Échéance de 750 millions de dollars É.-U. de billets 14⅜ % émis le 16 juin 1982
(59) Émis sur le marché des euro-yen et converti, par voie de swap, en un emprunt en dollars É.-U. à un taux d'intérêt variable égal au LIBOR à 6 mois, diminué d'environ 50 points de base
(60) Échéance de 44 millions de dollars É.-U. d'obligations 5 % émises le 15 octobre 1962
(61) Échéance de 300 millions de FS de billets 4⅞ % émis le 15 mai 1984

BANQUE DU CANADA État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1987 (avec chiffres comparatifs pour 1986)

	1987	1986
	(en milliers de dollars)	
REVENUS :		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit $11 378 ($6 601 en 1986)	$2 007 604	$2 092 189
DÉPENSES :		
Traitements[1]	$ 64 668	$ 62 234
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel[2]	7 640	7 040
Autres frais de personnel[3]	1 741	1 411
Honoraires des administrateurs	114	109
Honoraires et frais des vérificateurs	495	740
Impôts municipaux et taxes d'affaires	8 100	8 161
Coût des billets de banque	35 713	32 561
Informatique	6 005	5 745
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location[4]	16 810	14 805
Impression des publications	582	541
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2 031	2 119
Postes et messageries	1 572	2 158
Télécommunications	1 545	1 574
Déplacements et mutations	2 063	2 009
Autres dépenses	2 126	2 067
	151 205	143 274
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	12 502	12 449
	163 707	155 723
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	$1 843 897	$1 936 466

(1) Traitements y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 246 en 1987, contre 2 289 en 1986.
(2) Contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles.
(3) Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.
(4) Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1987
(avec chiffres comparatifs pour 1986)

ACTIF	1987	1986
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	$ 305 819	$ 314 896
Autres devises	4 877	8 159
	310 696	323 055
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (note 2)	798 251	867 531
Placements, à leurs valeurs amorties (note 3) :		
Bons du Trésor du Canada	9 676 651	7 803 859
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	2 603 372	2 969 430
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	7 915 185	7 437 840
Autres placements	1 187 027	1 024 157
	21 382 235	19 235 286
Immeubles de la Banque (note 4)	141 290	138 472
Intérêts courus sur placements	320 732	323 363
Autres éléments de l'actif	69 995	57 008
	$23 023 199	$20 944 715

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

PASSIF	1987	1986
	(en milliers de dollars)	
Capital versé (note 5)	$ 5 000	$ 5 000
Fonds de réserve (note 6)	25 000	25 000
Billets en circulation	19 447 407	17 911 360
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	23 330	48 6 7
Banques à charte	2 648 949	2 446 039
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	287 129	241 211
Autres dépôts	428 656	159 132
	3 388 064	2 895 029
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	134 409	86 992
Autres	12	27
	134 421	87 019
Chèques de la Banque du Canada non compensés	16 448	11 351
Autres éléments du passif	6 859	9 956
	$23 023 199	$20 944 715

Le Gouverneur, **J. W. CROW** — Le Comptable en Chef, **J. E. H. CONDER**

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1987 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1987 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

ARTHUR ANDERSEN & CO. — **ERNST & WHINNEY**

Ottawa, Canada, le 27 janvier 1988.

BANQUE DU CANADA
Notes complémentaires aux états financiers au 31 décembre 1987

1. Principales conventions comptables

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont comptabilisés selon la méthode d'exercice à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont comptabilisés que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

e) Régime de retraite :

Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou les insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements

Les avances incluent des prêts d'un montant total de $362 151 392 ($790 831 007 en 1986) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. Les liquidateurs nommés par les tribunaux ont été également mandatés par la Banque du Canada pour réaliser les portefeuilles de prêts cédés en garantie des avances consenties. En se basant sur les renseignements disponibles au 31 décembre 1987, la Banque du Canada est d'avis que les avances consenties seront intégralement recouvrées avec les fonds provenant des opérations de réalisation.

3. Placements

Les placements incluent des titres du gouvernement du Canada d'un montant de $164 942 690 détenus en vertu de prises en pension (néant en 1986).

4. Immeubles de la Banque

(en milliers de dollars)

	1987			1986
	Coût	Amortissement cumulé	Net	Net
Terrains et bâtiments	$169 262	$ 58 557	$110 705	$ 84 752
Équipement informatique	29 331	21 755	7 576	8 758
Autre équipement	38 909	23 964	14 945	14 553
	237 502	104 276	133 226	108 063
Projets en cours	8 064	–	8 064	30 409
	$245 566	$104 276	$141 290	$138 472

5. Capital

La Banque a un capital autorisé de $5 000 000 divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de $50 chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la Loi sur la Banque du Canada, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve

Le fonds de réserve établi en vertu de la Loi sur la Banque du Canada représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit $25 000 000. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Passif éventuel

La Banque du Canada a convenu avec la Banque des Règlements Internationaux de participer à une initiative internationale dont le but est de fournir des facilités de crédit au Fonds monétaire international. En vertu de cet accord, qui expire en juin 1988, l'engagement éventuel de la Banque se limite à effectuer au besoin des dépôts à la Banque des Règlements Internationaux pour le financement des prêts accordés dans le cadre de cette initiative. Au 31 décembre 1987, le montant maximal pour lequel la Banque s'est engagée est de 87 140 443 DTS ($160 622 816).

Conseil d'administration

JOHN W. CROW	OTTAWA Gouverneur *Membre du Comité de direction*
GORDON G. THIESSEN	OTTAWA Premier sous-gouverneur *Membre du Comité de direction*
GAIL C. A. COOK	TORONTO (ONTARIO) *Membre du Comité de direction*
EDWARD F. CREASE	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE) *Membre du Comité de direction*
YVES L. DUHAIME	ST-JEAN-DES-PILES (QUÉBEC) *Membre du Comité de direction*
BRIAN R. HEIDECKER	CORONATION (ALBERTA)
FREDERICK E. HYNDMAN	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
HAROLD W. LANE	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
LESLIE M. LITTLE, C.R.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) *Membre du Comité de direction*
JAMES A. MACMURRAY	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
SUSAN H. PATTEN	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)
ERNEST G. PENNER	STEINBACH (MANITOBA)
JOHN F. ROBINSON	LONDON (ONTARIO)
GUYLAINE SAUCIER	MONTRÉAL (QUÉBEC)

Membre d'office

STANLEY H. HARTT	OTTAWA Sous-ministre des Finances *Membre du Comité de direction*

Principaux cadres

J. W. Crow, *Gouverneur*
G. G. Thiessen, *Premier sous-gouverneur*

A. Jubinville, *Sous-gouverneur*
W. A. McKay, *Directeur administratif*
S. Vachon, *Conseiller*[1]
C. Freedman, *Conseiller*
W. R. White, *Conseiller*
J. S. Roberts, *Conseiller associé*[2]

Département des Valeurs
V. O'Regan, *Chef*
L. T. Requard, *Sous-chef*
I. D. Clunie, *Chef, Analyse du marché des valeurs et Opérations d'open market*
S. L. Harris, *Conseiller en valeurs*
J. F. Dingle, *Conseiller en valeurs*[3]
P. E. Demerse, *Conseiller en valeurs*
D. R. Cameron, *Chef, Bureau de Toronto*

Département des Recherches
W. P. Jenkins, *Chef*
D. E. Rose, *Sous-chef*
J.-P. Aubry, *Conseiller en recherches*

Département des Études monétaires et financières
J. A. P. Duguay, *Chef*
R. B. Montador, *Sous-chef*
D. J. Longworth, *Conseiller en recherches*
C. A. Goodlet, *Conseiller en recherches*

Département des Relations internationales
D. R. Stephenson, *Chef*
J. D. Murray, *Sous-chef*
D. J. Powell, *Conseiller en recherches*
N. Close, *Cambiste-conseil principal, Toronto*

Département des Opérations bancaires
D. G. M. Bennett, *Chef*
W. R. Melbourn, *Sous-chef*
G. B. May, *Sous-chef*
C. A. St. Louis, *Conseiller aux Opérations bancaires*
C. R. Tousaw, *Agent à Toronto et Conseiller aux Opérations bancaires*
A. G. Keith, *Agent à Calgary et Représentant financier régional*

J. N. R. Wilson, *Sous-gouverneur*
J. Bussières, *Conseiller*
F. Faure, *Conseiller*
T. E. Noël, Conseiller et Secrétaire
A. C. Lamb, *Conseiller*
J. Clément, *Conseiller associé*

Département de la Dette publique
G. M. Pike, *Chef*

Secrétariat
T. E. Noël, *Secrétaire*
R. L. Flett, *Secrétaire associé*
H. A. D. Scott, *Conseiller spécial*
J. M. McCormack, *Coordonnateur de programmes, Systèmes de la dette*

Département de l'Automatisation
D. W. MacDonald, *Chef*

Département du Personnel
C. J. Stephenson, *Chef*
V. L. Bethell, *Sous-chef*
P. E. Cloutier, *Conseiller en gestion de personnel*

Département de la Gestion des immeubles
R. H. Osborne, *Chef*
K. W. Kaine, *Sous-chef*

Département de Contrôle
J. E. H. Conder, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*
J. Cosier, *Sous-contrôleur*

Département de la Vérification
J. M. E. Morin, *Vérificateur*
M. Muzyka, *Sous-vérificateur*

[1] Également Président du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
[2] Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intérimaire
[3] Également Président suppléant du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

Représentants régionaux et Agences

Département des Valeurs

TORONTO	D. R. CAMERON, *Chef, Bureau de Toronto*
MONTRÉAL	J. CLÉMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
VANCOUVER	L.-R. LAFLEUR, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO	N. CLOSE, *Cambiste-conseil principal*
MONTRÉAL	G. HOOJA, *Cambiste-conseil*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX	R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN (N.-B.)	K. T. MCGILL, *Agent*
MONTRÉAL	J. G. M. SABOURIN, *Agent*
	J. R. M. S. POIRIER, *Agent adjoint-Opérations*
OTTAWA	R. DUPONT, *Agent*
TORONTO	C. R. TOUSAW, *Agent et Conseiller aux Opérations bancaires*
	P. W. CLIFFEN, *Sous-agent*
	W. H. WATSON, *Agent adjoint*
WINNIPEG	A. H. POTTER, *Agent*
REGINA	G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY	A. G. KEITH, *Agent et Représentant financier régional*
	C. P. DESAUTELS, *Sous-agent*
VANCOUVER	G. H. SMITH, *Agent*